

中草香料 (920016.BJ)

2025 年 09 月 15 日

领跑凉味剂优质赛道，一体化布局开启香精香料新成长

——北交所首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

诸海滨 (分析师)

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号: S0790522080007

日期	2025/9/15
当前股价(元)	23.53
一年最高最低(元)	42.99/16.88
总市值(亿元)	18.11
流通市值(亿元)	6.20
总股本(亿股)	0.77
流通股本(亿股)	0.26
近 3 个月换手率(%)	405.04

北交所研究团队

● 公司：凉味剂拉动营收增长，2019-2024 年营收 CAGR 28.62%

中草药香料专注于香精香料，主要产品包括凉味剂、合成香料和天然香料。2024 年营收 2.22 亿元，同比增长 7.89%。公司凉味剂等产品市场认可度提升，下游食品、日化等领域对凉味剂等产品需求旺盛，2019-2024 年营收 CAGR 为 28.62%。公司 2024 年毛、净利率分别为 30.50%、16.49%。中草药香料有望通过募投项目向凉味剂产业链上游发展，丰富公司产品种类，二期项目拓展下游应用，提升核心竞争力，持续推动产品创新与技术创新，提高市场占有率和盈利能力。我们预计公司 2025 年-2027 年的归母净利润为 38/47/62 百万元，EPS 为 0.49/0.61/0.80 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 48.3/38.6/29.4 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 我国香料香精 2023 年市场规模 439 亿元，WS 系列国内需求增长速度较快

近年来，我国经济水平持续增长，食品、医药、饮料、日化等行业的规模不断扩张，带动我国香精香料行业持续增长。根据 Leffingwell&Associates 的统计数据，国际香精香料市场规模由 2008 年的 203 亿美元增长至 2021 年的 299 亿美元。根据中国香料香精化妆品工业协会数据，2023 年，中国市场香料香精市场规模为 439 亿元人民币，约占全球 20.36%。凉味剂方面，薄荷醇是使用范围最广的传统凉味剂，WS 系列凉味剂属薄荷醇升级替代产品，国内供应商主要有中草香料、亚香股份和爱普股份。根据公司招股说明书，2022 年 WS-23 等凉味剂国内需求量约 1,346 吨，2019-2022 年均增速超 40%，市场空间较为广阔。

● 合作德之馨、奇华顿等，募投丰富凉味剂产品种类、突破原料瓶颈

公司重视研发，截至 2024 年 12 月 31 日，中草香料拥有 15 项专利，其中 10 项发明专利。公司积累了优质、稳定的客户渠道和资源，与德之馨、奇华顿等全球十大香精香料公司建立稳定合作关系。公司募投项目投资“年产 2600 吨凉味剂及香原料项目（一期）”项目，有助于丰富凉味剂产品种类，向凉味剂产业链上游发展，拓展凉味剂原材料突破原料瓶颈。

● **风险提示：**主要原材料价格波动风险、存货减值风险、宏观经济环境波动风险

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	206	222	238	276	330
YOY(%)	8.7	7.9	7.3	15.9	19.7
归母净利润(百万元)	41	37	38	47	62
YOY(%)	8.8	-10.7	2.5	24.9	31.3
毛利率(%)	33.3	30.5	30.3	31.1	32.1
净利率(%)	19.9	16.5	15.7	17.0	18.6
ROE(%)	18.3	10.0	9.4	10.5	12.2
EPS(摊薄/元)	0.53	0.48	0.49	0.61	0.80
P/E(倍)	44.1	49.5	48.3	38.6	29.4
P/B(倍)	8.1	4.9	4.5	4.1	3.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司情况：凉味剂拉动营收增长，近三年盈利能力提升.....	5
1.1、 发展历程：10 项发明专利，与爱普股份、德之馨、奇华顿稳定合作.....	5
1.2、 产品分类：凉味剂需求较大，营收占比接近八成.....	6
1.2.1、 凉味剂：需求旺盛，2019-2024 年营收 CAGR 29.51%.....	7
1.2.2、 合成香料：2021-2023 年单价缓慢上升，2024 年营收同比增长 57%.....	10
1.2.3、 天然香料：2024 年营收 1,133.44 万元，毛利率 21.33%.....	11
1.2.4、 代加工：凉味剂 WS-3、WS-12、茶叶香精代工增长，2024 年营收 190 万元.....	12
1.3、 商业模式：贸易商营收占 43%，终端为香精香料、药品、食品企业.....	13
1.4、 研发：拥有 6 大核心技术，在相关领域具有独创性和先进性.....	15
1.5、 财务分析：2019-2024 年营收 CAGR 29%，中草药新材料为经营初期.....	17
1.6、 募投项目：丰富凉味剂产品种类，拓展凉味剂原材料突破原料瓶颈.....	21
2、 行业现况：凉味剂国内需求 2019-2022 年均增速超 40%.....	22
2.1、 概念解析：食品饮料、日用品、烟草、医药等下游应用广泛.....	22
2.2、 香料香精：市场集中度较高，2023 年我国市场规模 439 亿元.....	23
2.3、 凉味剂：WS 有望取代薄荷醇，2022 年国内凉味剂需求量 1,346 吨.....	25
2.4、 下游：2023 年我国食品制造业、烟草行业规上企业营收增速接近 5%.....	26
2.5、 竞争格局：中草药香料 2019-2022 年营收与归母净利润增速位列第一.....	28
3、 估值对比：可比公司 PE TTM 均值 36X.....	32
4、 风险提示.....	32
附：财务预测摘要.....	33

图表目录

图 1： 公司为国家高新技术企业、安徽省专精特新中小企业.....	5
图 2： 公司控股股东、实际控制人为总经理李莉.....	5
图 3： 2020 年开始凉味剂营收占比有所提升.....	7
图 4： 2025H1 营收中凉味剂占比 68.50%.....	7
图 5： 2019-2024 年受托加工营收增长最快.....	7
图 6： 2024 年凉味剂实现营收 1.61 亿元.....	8
图 7： 2024 年凉味剂毛利率 33.51%.....	8
图 8： 公司凉味剂产品 2023 年销量 505.17 吨，单价 31.03 万元/吨.....	8
图 9： WS-23 2023 年单价与单位成本略回落（万元/吨）.....	9
图 10： WS-3 2023 年单价与单位成本略回落（万元/吨）.....	9
图 11： 2021-2023 年公司 WS-3 产品毛利率呈现上升趋势.....	9
图 12： 2024 年合成香料营收 4,323.90 万元.....	10
图 13： 2024 年合成香料毛利率 23.13%.....	10
图 14： 公司合成香料 2023 年销量 75.26 吨，单价 36.55 万元/吨.....	10
图 15： 2024 年天然香料营收 1,133.44 万元.....	11
图 16： 2024 年天然香料毛利率 21.33%.....	11
图 17： 公司 2023 年天然香料销量 20.08 吨，单价 44.68 万元/吨.....	11
图 18： 2024 年公司代加工收入 189.92 万元.....	12
图 19： 公司 2024 年代加工毛利率 41.45%.....	12

图 20: 公司受托加工 2021-2023 年销量逐步增长	12
图 21: 公司采购的主要物料包括薄荷脑、DIPPN、多聚磷酸、四氢呋喃等 (万元)	13
图 22: 2023 年 DIPPN 采购金额占比最高达到 52.06%	13
图 23: DIPPN 2023 年单价有所回落 (万元/吨)	13
图 24: 2023 年销售收入中六成来自终端客户	15
图 25: 公司销售收入主要来自于原有客户	15
图 26: 2024 年研发费用为 924.89 万元, 在营收中占比 4.16%	17
图 27: 中草药料 2024 年营收 2.22 亿元	18
图 28: 公司 2024Q4 营收占比相对较高, 接近 30%	18
图 29: 2021 年以来境内销售占比缓步下降	18
图 30: 2023 年主营业务成本中 86.39% 为直接材料成本	19
图 31: 2022 年以来毛利率和净利率有小幅下滑	19
图 32: 2025H1 归母净利润 937.82 万元	19
图 33: 2025H1 境内外毛利率差异较小 (%)	20
图 34: 公司 2020 年到 2023 年期间费用率在 11%-15% 之间, 2024 年有所提升	20
图 35: 2024 年公司管理费用率为 8.26%	21
图 36: 2024 年公司销售费用率为 2.62%	21
图 37: 合成香料分类方法主要有两种	22
图 38: 香精香料生产位于产业链中游	23
图 39: 自 2008 年至 2021 年国际香精香料市场规模稳中有升	24
图 40: 2022 年全球香料香精市场集中度较高	24
图 41: 2024 中国香料香精市场规模 465 亿元	25
图 42: WS 系列凉味剂产品市场空间较为广阔	26
图 43: 我国食品制造业规上企业 2023 年营业收入为 21142.5 亿元, 同比增长 4.24%	27
图 44: 我国酒、饮料和精制茶制造业规上企业 2023 年营业收入为 15365.4 亿元	27
图 45: 2024 年, 我国日化行业规模以上企业销售收入从 2018 年的 4041.4 亿元增长至 4138.4 亿元	28
图 46: 2023 年我国烟草行业规模以上企业营业收入为 13519.3 亿元	28
图 47: 选取亚香股份、爱普股份、新和成、华业香料作为中草药料可比公司	29
图 48: 中草药料 2019-2024 年营收 CAGR 28.62%	29
图 49: 中草药料 2019-2024 年归母净利润 CAGR 85.92%	29
图 50: 2022 年以后中草药料毛利率基本追平可比公司均值 (%)	30
图 51: 中草药料期间费用率自 2020 年起接近于可比公司均值	30
图 52: 2020-2023 年公司管理费用率低于可比公司均值	31
图 53: 2019 年后中草药料研发费用率接近可比公司均值	31
图 54: 中草药料技术人员数量及占总人数比例略低于可比公司	31
图 55: 中草药料销售费用率与可比公司均值基本持平	32
图 56: 中草药料财务费用率略高于可比公司均值	32
表 1: 中草药料有 2 家全资子公司	6
表 2: 公司产品可应用于食品饮料、日化、烟草、医药等行业	6
表 3: 公司主要产品 WS-23 理化指标在纯度等方面高于国家标准	8
表 4: 公司主要产品 WS-3 理化指标在纯度等方面高于国家标准	9
表 5: 2024 年前五大客户销售金额占比 29.13%	14
表 6: 截至 2024 年 8 月 7 日, 公司核心技术特点如下	16
表 7: 截至 2024 年 8 月 7 日, 公司主要在研项目有 5 个	17

表 8： 中草药香料募投项目为“年产 2600 吨凉味剂及香原料项目（一期）”	21
表 9： 新增年产能腈类 1,170.00 吨、酰胺类 900 吨、醛类 20 吨、酯类 550 吨	21
表 10： 按照香料来源及制备工艺的不同，香料可分为天然香料、合成香料	22
表 11： 欧洲、美国、日本已成为世界上最先进的香料香精工业中心	24
表 12： WS 系列凉味剂属于薄荷醇的升级替代产品	26
表 13： 中草药香料 2023 年凉味剂 WS 系列产品销量 505 吨	29
表 14： 可比公司 PE TTM 均值为 36X	32

1、公司情况：凉味剂拉动营收增长，近三年盈利能力提升

1.1、发展历程：10 项发明专利，与爱普股份、德之馨、奇华顿稳定合作

中草香料自 2009 年成立以来，专注于香精香料，主要产品包括凉味剂、合成香料和天然香料。其中凉味剂产品主要包括 WS-23、WS-3、乳酸薄荷酯等，合成香料主要包括双丁酯、丁酸乙酯等，天然香料主要包括留兰香油、大蒜油、生姜油、红橘油等。公司产品可应用于食品饮料、日化、烟草、医药等行业，具有广泛的下游应用领域和发展空间。

公司为国家高新技术企业、安徽省专精特新中小企业，拥有省认定企业技术中心、安徽省天然香料提取工程技术研究中心、博士后科研工作站（博士后创新实践基地），曾荣获“省农业产业化龙头企业”、“安徽十佳优秀品牌企业”等荣誉称号。截至 2024 年 12 月 31 日，中草香料拥有 15 项专利，其中 10 项为发明专利。

图1：公司为国家高新技术企业、安徽省专精特新中小企业

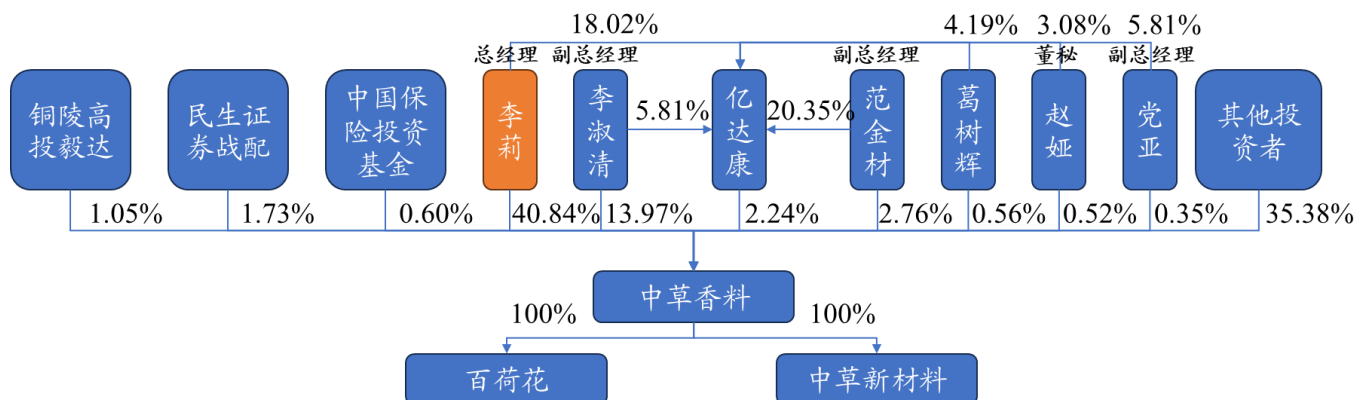


资料来源：公司官网

经过十余年的技术积累和市场开拓，公司已积累了优质、稳定的客户渠道和资源，与德之馨、奇华顿等全球十大香精香料公司建立了稳定的合作关系。

股权结构上，截至 2025 年 6 月 30 日，李莉直接持有公司股份占公司股本总额的 40.84%，同时，李莉通过亿达康间接持有公司股份，且李莉担任公司董事长、总经理为公司的控股股东、实际控制人。

图2：公司控股股东、实际控制人为总经理李莉



资料来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2025 年 6 月 30 日）

中草药香料有 2 家全资子公司：百荷花、中草药新材料。百荷花负责公司部分香精香料的生产；中草药新材料尚未实际开展经营业务，未来拟生产凉味剂及香原料等。

表1：中草药香料有 2 家全资子公司

子公司名称	成立时间	业务
安徽百荷花香精有限公司	2019 年 12 月 27 日	香精香料的生产、销售
安徽中草药新材料有限公司	2022 年 3 月 17 日	尚未实际开展经营业务，未来拟生产凉味剂及香原料等

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

1.2、产品分类：凉味剂需求较大，营收占比接近八成

公司通过专注于香精香料的研发、生产和销售实现盈利，主要产品包括凉味剂、合成香料和天然香料。

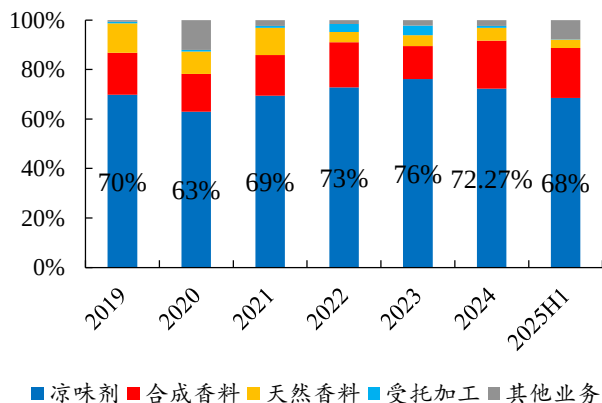
表2：公司产品可应用于食品饮料、日化、烟草、医药等行业

类别	产品名称	产品特点	产品用途
凉味剂	凉味剂 WS-23	白色粉末；清凉薄荷味；持久、无刺激味、产生持久清凉味，广泛应用于食品、饮料、化妆品、烟制品、无苦味	医药等
	凉味剂 WS-3	白色粉末；轻微薄荷香气、持久凉味	产生持久清凉味，多用于口腔护理产品、口香糖、唇膏等
	乳酸薄荷酯	白色粉末；轻微薄荷香气	广泛用于化妆品、护肤品、洗涤用品、烟草、食品、饮料、糖果、薄荷水、医药等产品
合成香料	双丁酯	无色液体，具有柔和的奶油和烤面包香气	主要供配制香草、奶油等香精
	丁酸乙酯	无色液体,具有清灵的甜果香,有菠萝、香蕉、苹果气息	主要用作香料，用于菠萝、香蕉、苹果等食用香精和威士忌酒香精中，也可用作溶剂和萃取剂
天然香料	大茴香油	无色/淡黄色液体，八角茴香味	用于合成大茴香醛、茴香醇、大茴香酸及其酯类；亦可用于调配酒类、烟用、食用香精
	大蒜油	淡黄色液体，浓烈大蒜味；广谱抗菌性	主要用于食品、保健品等领域
	生姜油	浅黄色/黄色液体，生姜香气	主要用于调配食用香精、饮料、糖果、日化及保健品等
	红橘油	橙红色/橙褐色液体，橘子香气；	主要用于糖果类、饮料、洗涤护理用品、医药、口腔护理产品等
	留兰香油	淡黄色/淡黄绿色液体，留兰香味	主要用于牙膏、漱口水等

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

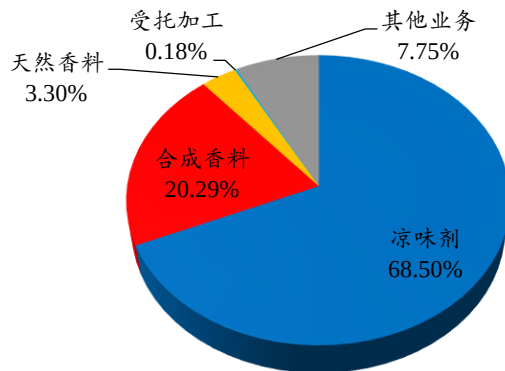
其中凉味剂为公司的主要产品，营收占比自 2020 年的 62.99%提升至 2024 年的 72.27%。2025H1，公司营收占比最大的为凉味剂，占比达到 68.50%，其次为合成香料，占比 20.29%。

图3：2020 年开始凉味剂营收占比有所提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

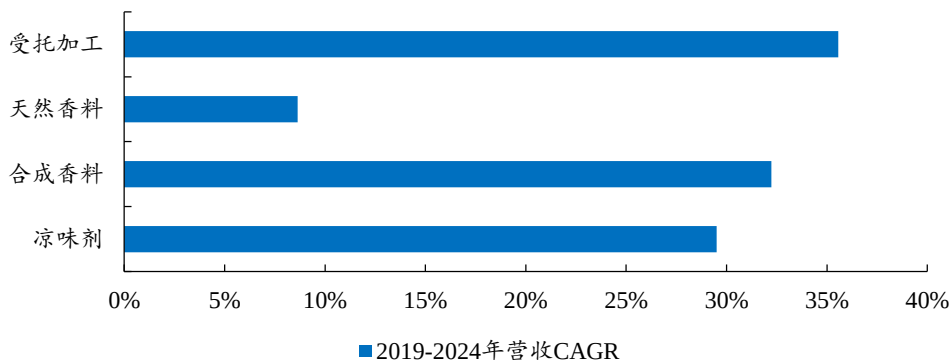
图4：2025H1 营收中凉味剂占比 68.50%



数据来源：Wind、开源证券研究所

凉味剂、合成香料为公司主要产品，2019-2024 年营收 CAGR 分别为 29.51%、32.24%。受托加工为近五年 CAGR 最高的品类，达到 35.57%。

图5：2019-2024 年受托加工营收增长最快



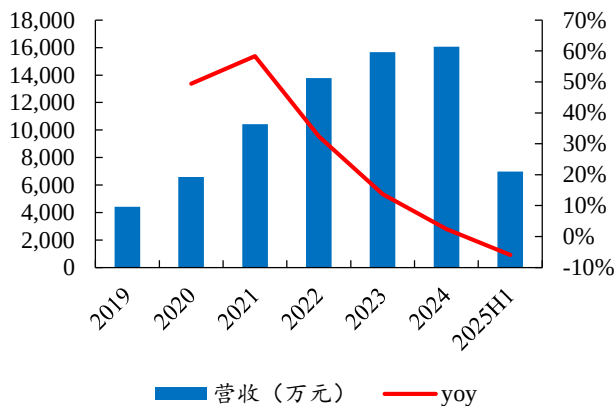
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.1、凉味剂：需求旺盛，2019-2024 年营收 CAGR 29.51%

公司凉味剂产品 2024 年实现营收 1.61 亿元，同比增长 2.42%。

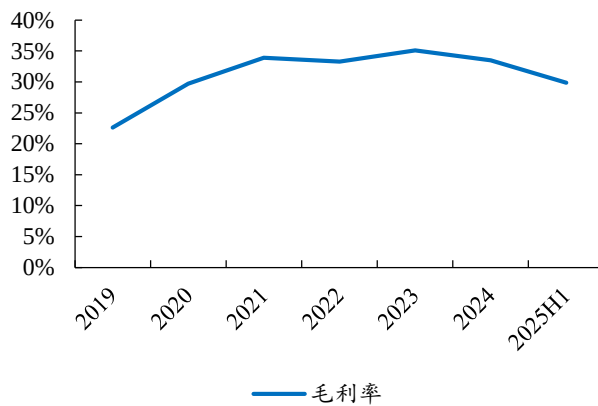
2019 年以来，凉味剂产品毛利率缓升至 2023 年毛利率达到 35.08%，随后有小幅下降，2024 年毛利率 33.51%，2025H1 毛利率为 29.86%。2023 年凉味剂产品主要原材料价格下降以及产能利用率较 2021 年有所提升，使得产品单位成本下降，毛利率有所提升。随着募投项目中部分产品原料自供有所增加，毛利率或可能逐渐有所回升。

图6：2024 年凉味剂实现营收 1.61 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

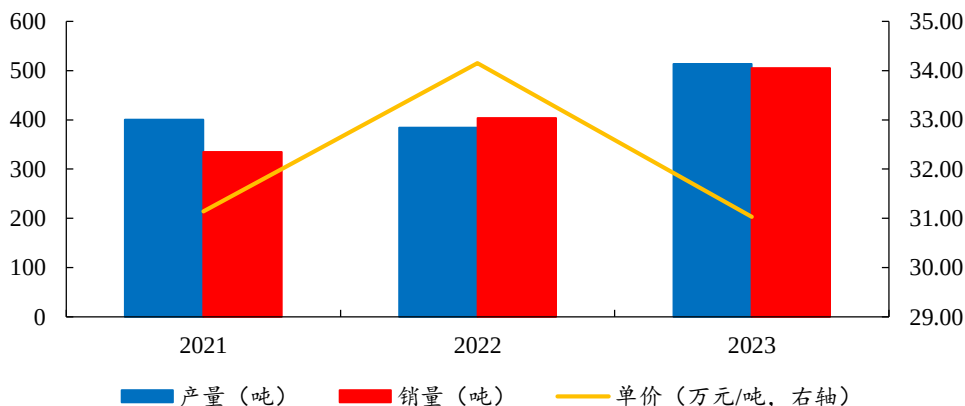
图7：2024 年凉味剂毛利率 33.51%



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司凉味剂产品 2022 年销量同比增长 20.66%，同时产品销售单价同比增长 9.65%，达到 34.15 万元/吨；2023 年销量同比增长 25.12%，达到 505.17 吨，单价有所回落至 31.03 万元/吨。

图8：公司凉味剂产品 2023 年销量 505.17 吨，单价 31.03 万元/吨



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司凉味剂产品主要包含 WS-23、WS-3 等，理化指标等技术指标在纯度等方面高于国家标准。公司凉味剂产品 N,2,3-三甲基-2-异丙基丁酰胺（WS-23）于 2021 年 12 月获得安徽省经济和信息化厅授予的“安徽工业精品”称号。

表3：公司主要产品 WS-23 理化指标在纯度等方面高于国家标准

检验项目	WS-23 国家标准 (GB25593-2010)	公司 WS-23 技术指标
色状	白色结晶性固体	白色结晶性固体
香气	薄荷样凉味	薄荷样凉味
含量	≥99.0%	≥99.6%
熔点	60℃-63℃	62.5℃-63℃
酸值	≤1.0	≤0.5
重金属（以 Pb 计）/（mg/kg）	≤10.0	<10.0
砷（mg/kg）	≤3.0	<3.0

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

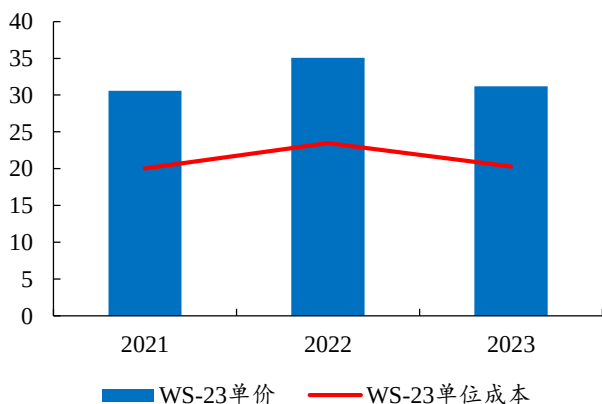
表4：公司主要产品 WS-3 理化指标在纯度等方面高于国家标准

检验项目	WS-3 国家标准 (GB29981-2013)	公司 WS-3 技术指标
色状	白色结晶性固体	白色结晶性固体
香气	轻微的薄荷样凉味	轻微的薄荷样凉味
含量	≥99.0%	≥99.5%
熔点	91℃-98℃	97℃-98℃

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

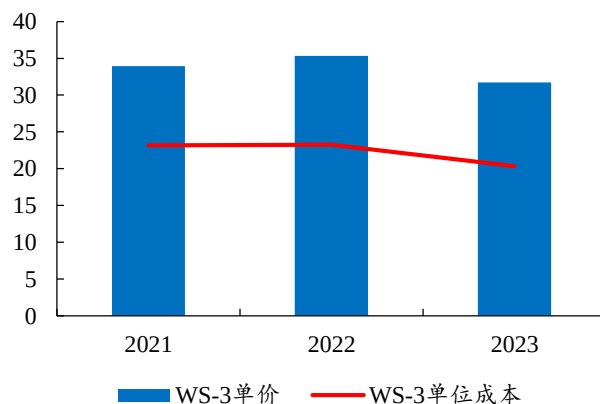
公司销售 WS-3 的单价小幅高于 WS-23，二者的单价与单位成本 2023 年均有小幅度下降。2023 年 WS-23、WS-3 单价分别为 31.2 万元/吨、31.71 万元/吨。

图9：WS-23 2023 年单价与单位成本略回落（万元/吨）



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

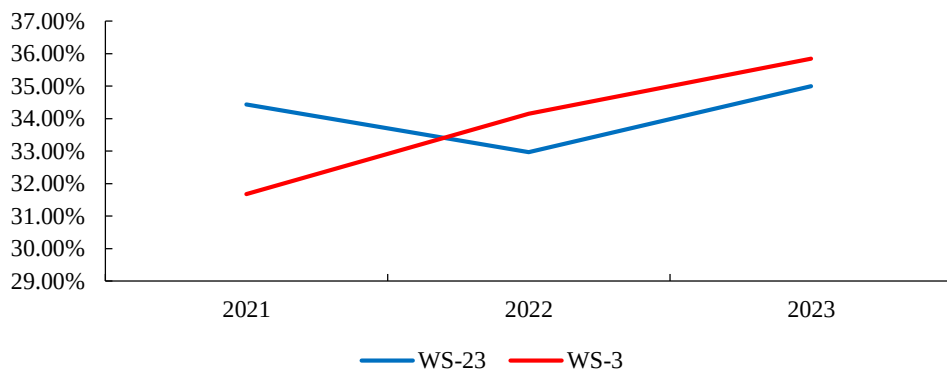
图10：WS-3 2023 年单价与单位成本略回落（万元/吨）



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

毛利率上，WS-3 在 2022 年超越 WS-23，近三年都保持上升趋势。2023 年 WS-3、WS-23 毛利率分别为 35.85%、35.00%。

图11：2021-2023 年公司 WS-3 产品毛利率呈现上升趋势



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

1.2.2、合成香料：2021-2023 年单价缓慢上升，2024 年营收同比增长 57%

公司合成香料产品包括 2,4-癸二烯醛、檀香 803、异丁酸香兰素酯、大柱三烯酮、乙酸香兰素酯、姜油酮等。

2024 年公司合成香料产品销售收入 4,323.90 万元，同比增长 57.20%；2025H1 营收 2,064.12 万元，同比增长 35.52%。2025H1，公司积极开拓市场，部分合成香料产品较 2024H1 销售有所增长，且子公司中草新材料合成香料对外销售，总体合成香料营收增速较快。

毛利率方面，2019-2024 年，合成香料毛利率先上升后下降，2025H1 略有回升，达到 35.78%。2023 年毛利率较 2022 年下降 10.29pct，主要因为 5 号茶香精、2,4-癸二烯醛、6 号茶香精、双丁酯以及其他部分酯类产品等毛利率较高的产品销售下滑，导致平均毛利率水平有所降低。

图12：2024 年合成香料营收 4,323.90 万元

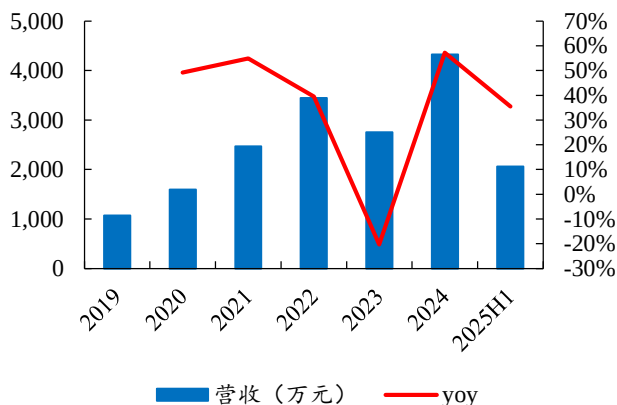
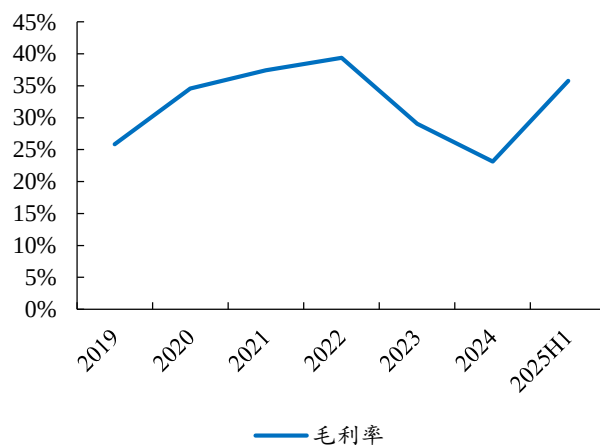


图13：2024 年合成香料毛利率 23.13%

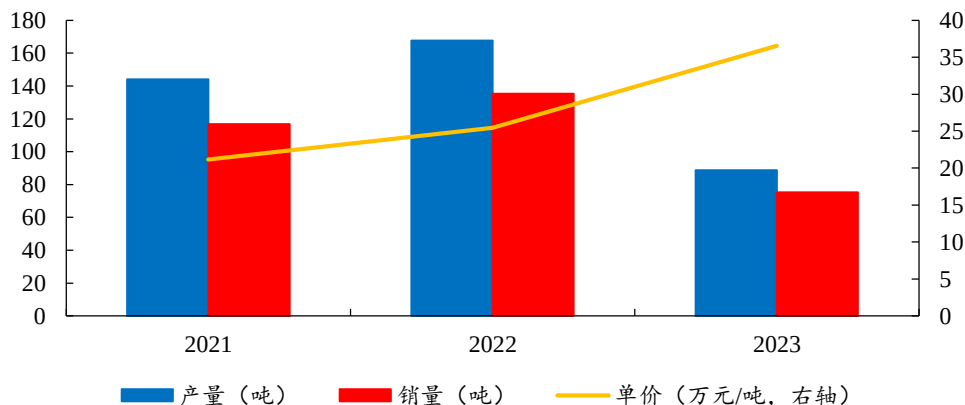


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2021-2023 年，公司合成香料单价有缓慢上升趋势，2023 年销量 75.26 吨，单价 36.55 万元/吨。

图14：公司合成香料 2023 年销量 75.26 吨，单价 36.55 万元/吨



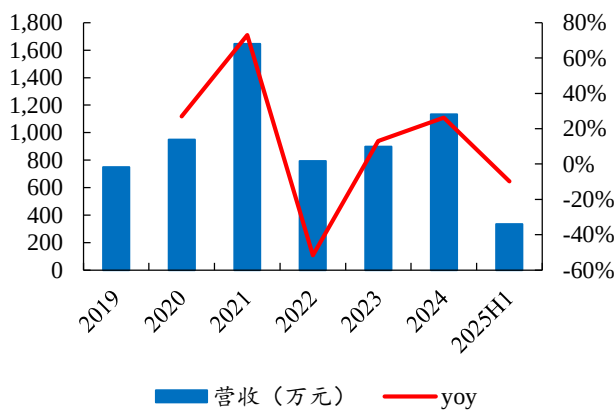
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

1.2.3、天然香料：2024 年营收 1,133.44 万元，毛利率 21.33%

公司天然香料产品主要包含丁酰乳酸丁酯、白脱酯、苯甲醛、酶解奶油、乙位石竹烯等。

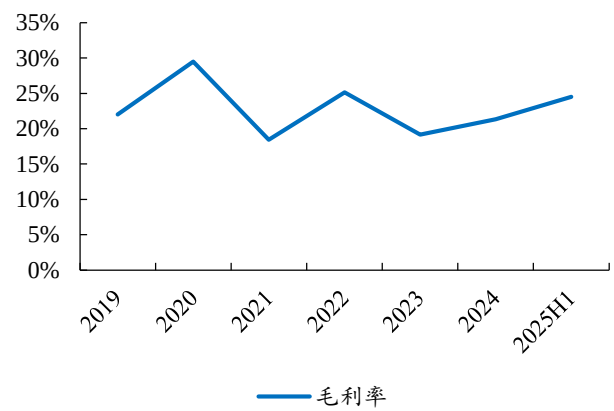
天然香料营收 2021 年达到峰值 1,644.68 万元，2024 年营收 1,133.44 万元，同比增长 26.33%。2021 年产品毛利率有较大降幅，主要源于大蒜油、生姜油和椒样薄荷油等产品毛利较 2020 年下降较多，拉低了整体天然香料的毛利率。2022 年产品毛利率为 25.15%，较 2021 年上升 6.72pct，主要因为红橘油等毛利率较高的产品销售增长，拉升了天然香料当期的毛利率水平。2023 年产品毛利率下降 6.02pct，达到 19.14%，主要由于受需求变化影响，部分产品如红橘油、生姜油、红桔香精等销售毛利率有所降低。

图15：2024 年天然香料营收 1,133.44 万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

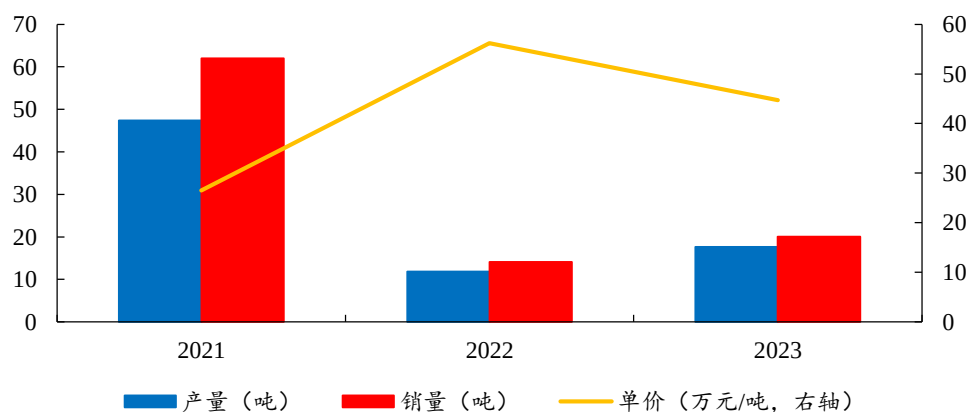
图16：2024 年天然香料毛利率 21.33%



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司 2023 年天然香料销量 20.08 吨，单价 44.68 万元/吨。

图17：公司 2023 年天然香料销量 20.08 吨，单价 44.68 万元/吨。



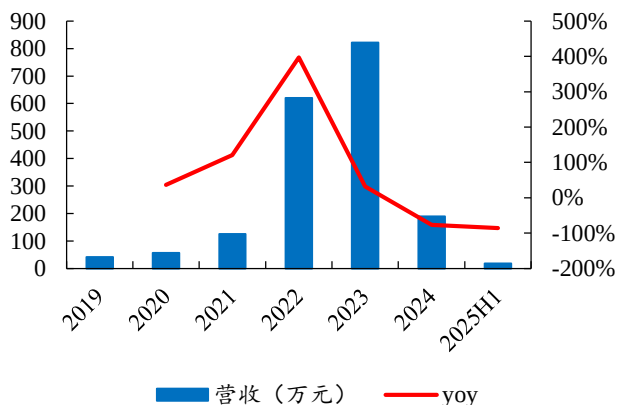
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

1.2.4、代加工：凉味剂 WS-3、WS-12、茶叶香精代工增长，2024 年营收 190 万元

代加工产品主要是为部分客户加工凉味剂系列产品以及香精类产品，收入占主营业务收入比例较低。受托加工收入规模较小，增长较快，自 2020 年 56.64 万元较快增长至 2023 年的 821.25 万元。2022 年代加工业务较 2021 年同期增长 397.37%，主要为代加工凉味剂 WS-3、WS-12 以及茶叶香精业务增长。

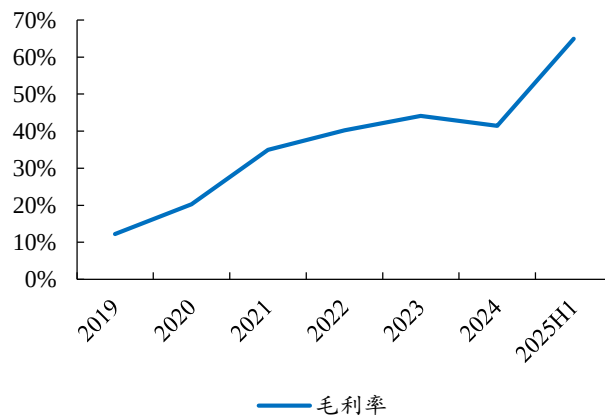
毛利率自 2019 年以来呈上升趋势，主要由于代加工产品 WS-3 及茶叶香精毛利水平逐年提升。2023 年公司代加工收入 821.25 万元，毛利率提升至 44.16%。2025H1，公司代加工业务同比下滑 85.44%，主要由于公司在市场上建立了自己的品牌，逐步减少了代加工业务的承接。

图18：2024 年公司代加工收入 189.92 万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

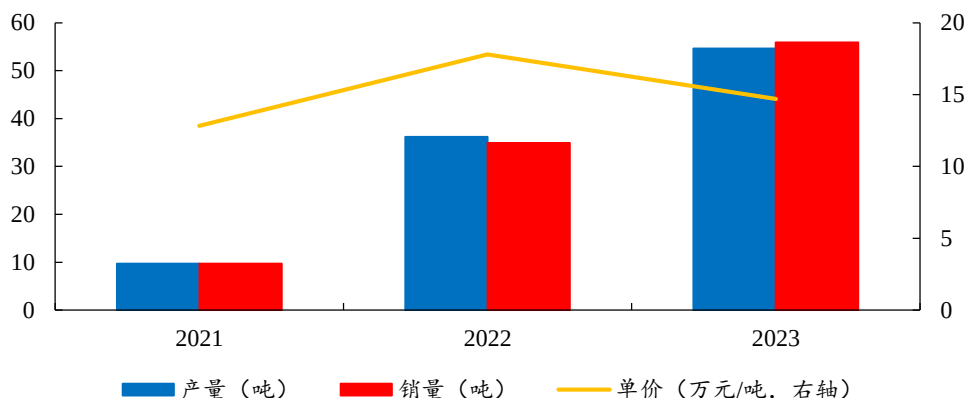
图19：公司 2024 年代加工毛利率 41.45%



数据来源：Wind、开源证券研究所

代加工单价较为稳定，2021-2023 年销量逐步增长，2023 年销量 55.9 吨，单价 14.69 万元/吨。

图20：公司受托加工 2021-2023 年销量逐步增长

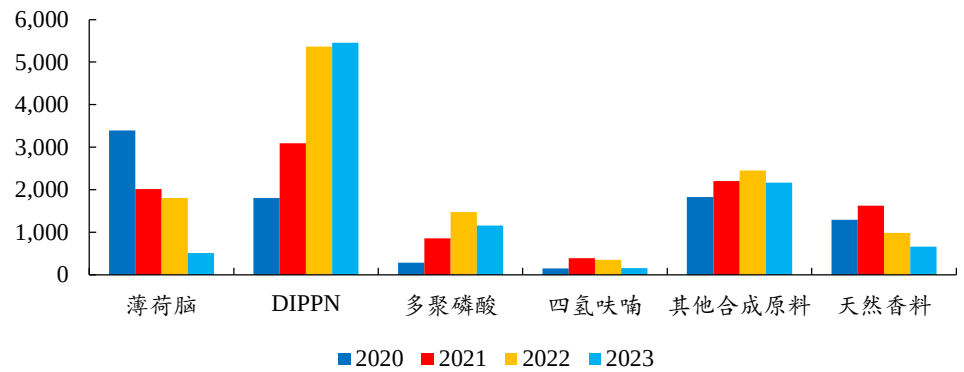


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

1.3、商业模式：贸易商营收占 43%，终端为香精香料、药品、食品企业

采购模式：公司采购的主要物料包括薄荷脑、DIPPN（2,2-二异丙基丙腈）、多聚磷酸、四氢呋喃、其他合成原料及天然香原料等。2022 年起，由于 DIPPN 供应紧张，公司为保障原材料的供应，除直接采购外，还通过委托加工方式获取 DIPPN。

图21：公司采购的主要物料包括薄荷脑、DIPPN、多聚磷酸、四氢呋喃等（万元）

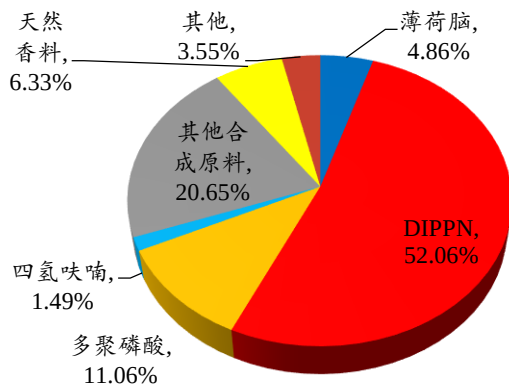


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

采购金额占比上,2023 年 DIPPN 占比最高,采购金额 5,455.62 万元,占比 52.06%;其次为多聚磷酸 (11.06%)、天然香料 (6.33%)。

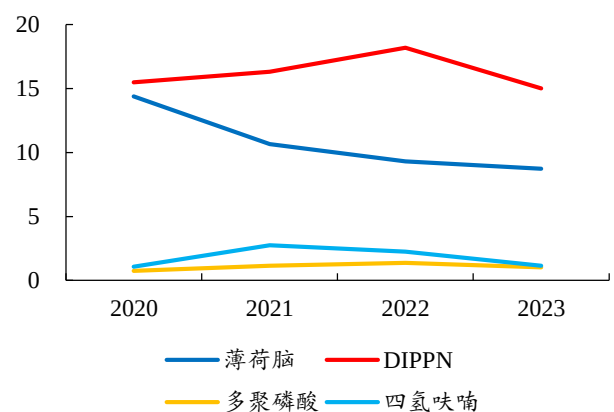
单价趋势上,DIPPN 为公司几种主要原料中单价最高的,2023 年单价有所回落,为 15.01 万元/吨;其次为薄荷脑,2020-2023 年间单价有下降趋势,2023 年降至 8.73 万元/吨。

图22：2023 年 DIPPN 采购金额占比最高达到 52.06%



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图23：DIPPN 2023 年单价有所回落（万元/吨）



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

销售模式：直接销售。公司通过参加行业展会、行业会议以及行业介绍等方式进行业务拓展，并在建立一定联系后通过商业谈判获取订单；此外，公司紧紧围绕客户特定的产品使用环境和技术要求开展研发、生产工作，能够更加准确地把握客户需求，促进双方建立长期稳定的合作关系。

公司的下游客户包括终端客户和贸易商客户。终端客户主要包括爱普股份、德之馨、奇华顿等知名香精香料企业，口味王、银丰药业等食品、药品生产企业；贸易商客户主要包括上海世杰生物科技有限公司、上海巨隆香料有限公司等香料贸易

商。

前五大客户销售占比相对较稳定，2024 年合计销售金额 6470.73 万元，占比 29.13%，2022 年、2023 年前三大客户为银丰药业、亚香股份、禾稼贸易、爱普股份。

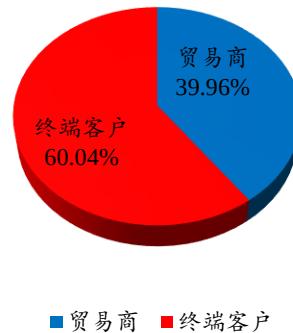
表5：2024 年前五大客户销售金额占比 29.13%

年份	五大客户名称	销售金额（万元）	销售金额占比（%）
2024 年	客户一	2,132.72	9.6
	客户二	1,901.27	8.56
	客户三	1,152.16	5.19
	客户四	754.09	3.39
	客户五	530.49	2.39
	合计	6,470.73	29.13
2023 年	安徽银丰药业股份有限公司	1,320.18	6.41
	南通亚香食品科技有限公司	1,173.19	5.7
	上海禾稼贸易有限公司	916.27	4.45
	湖南口味王集团有限责任公司	870.15	4.23
	上海巨隆香料有限公司	753.38	3.66
	合计	5,033.16	24.45
2022 年	上海禾稼贸易有限公司	1,109.57	5.86
	爱普香料集团股份有限公司	980.49	5.18
	安徽银丰药业股份有限公司	843.54	4.45
	四川味欣食品科技有限公司	665.73	3.52
	上海统益生物科技有限公司	652.4	3.44
	合计	4,251.73	22.45

数据来源：Wind、开源证券研究所

香精香料品种繁多，公司下游香精公司客户所处行业集中度较高，产品生产过程中使用的香原料以及相关辅料相应较为繁杂，且部分品种具有小批量、产地分散等特殊性，通过贸易商进行采购，可通过对贸易商的产品质量管控以及仓储、服务等体系进行认证，实现一对多产品质量管控，使采购材料质量管控得以实质落实，降低采购管理成本。

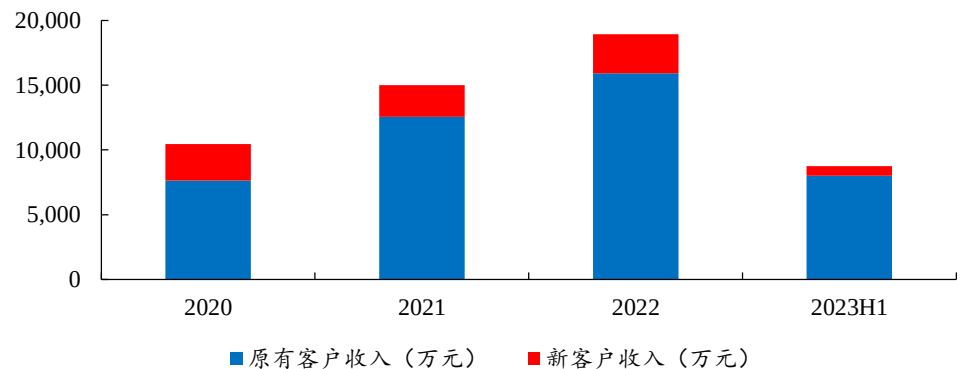
公司的销售收入中来自贸易商的占比相对比较稳定，2020 年以来在 45% 上下小幅度波动，2023 年的贸易商销售收入占比为 39.96%，终端客户收入达到 1.24 亿元，占比提升至六成。

图24：2023 年销售收入中六成来自终端客户


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司 2015 年度曾开展电子烟油及电子烟套装业务，但产生的业务收入较少，对经营情况影响较小。鉴于电子烟相关业务开展情况不理想，2016 年开始已停止相关业务，2017 年度和 2018 年度处理了少量库存，2019 年起未再产生任何相关收入。未来公司将继续聚焦香精香料的研发、生产和销售，不准备从事电子烟相关业务。

2019 年-2023 年 H1，公司原有客户收入规模持续增长，原有客户收入占比分别为 73.01%、83.65%、84.01%和 91.56%，收入占比逐年提升，中草药料与原有客户业务合作关系较为紧密。

图25：公司销售收入主要来自于原有客户


数据来源：公司三轮问询的回复、开源证券研究所

1.4、研发：拥有 6 大核心技术，在相关领域具有独创性和先进性

研发模式：自设立以来，公司始终坚持自主研发、技术创新的发展理念，围绕着提高生产效率、优化产品质量、丰富产品结构、降低生产成本等方面，不断加大在香精香料领域的研发投入，尤其在凉味剂系列等方面的深入研发。经过多年研发积累，公司目前已经掌握新型凉味剂 WS-23 生产技术、WS 系列中间体生产技术、副产物中低含量凉味剂提取技术等核心技术。

公司技术的先进性主要体现在在提高产品质量（纯度）、节能降耗、成本控制等方面。亚香股份和爱普股份未披露其原料利用率和产品纯度具体指标，但公司产品毛利率与亚香股份较为接近（爱普股份未单独披露相关产品毛利率），说明原料利用率等成本控制水平与同行业公司差异较小；产品纯度等理化指标方面，公司产品高

于国家标准；此外，在主流技术方面，根据同行业公司公开信息，公司 WS-23 生产所需的主要原材料及整体工艺路线与亚香股份基本相同，同时公司上述核心技术已取得国家发明专利（其中“副产物中低含量凉味剂提取技术”因保密未申请专利），在相关领域具有独创性和先进性。

表6：截至 2024 年 8 月 7 日，公司核心技术特点如下

对应核心技术	技术特点	原料利用率	产品纯度	核心技术特点及先进性表征
新型凉味剂 WS-23 生产技术	通过特殊滴加工艺操作合成 WS-23 粗品，反应时间短，没有副产物生成	平均收率达到 87%以上	纯度达到 99%	获得 1 项发明专利，该工艺原料利用率高，产品纯度高，只采用一次结晶，结晶时间短，母液可直接循环使用，降低能耗，环保、经济性好
WS-系列中间体生产 技术	以钨碳或铂碳为催化剂，将氯代水芹烯进行反应制得 5-甲基-2-异丙基氯代环己烷，反应条件温和、环保、产物收率高；两步法制备，静置分离沉淀，循环使用原料，反应时间短，原料利用率高，减少原料的损失率；节约溶剂，对于反应条件要求不苛刻，可以不间断的连续性制备	得率达 98%	得率达 98%	获得两项发明专利，反应时间短且没有副产物，原料利用率高；可以不间断的连续性格氏反应，减少废液排放，环保经济；
副产物中低含量凉味剂提取技术	由于凉味剂产品的本身热敏特性只能通过结晶和蒸馏技术进行提取，副产物中凉味剂产品含量较高，本技术采用重精馏技术提取副产物中的凉味剂产品	从副产物中重新提取凉味剂，实现废物利用，属于公司独创技术	纯度与一般成品相同，已取得下游客户认可	独创的提纯技术，能够达到从原废弃物副产物中提取产品，提高了产品收率，降低单位生产时间。
戊二酸单-1-薄荷酯 高效催化技术	戊二酸单-1-薄荷酯生产过程中容易产生戊二酸双-1-薄荷酯，从而降低产品纯度并产生原料浪费；本技术采用自制的高效催化剂和极性溶剂，促使反应向产生戊二酸单-1-薄荷酯进行，阻碍戊二酸双-1-薄荷酯的合成	通过阻碍戊二酸双-1-薄荷酯的合成,提高原材料利用率	产品纯度达 95%-98%	获得 1 项发明专利，该工艺可以提高产品纯度，提高原料利用率。
新型凉味剂中间体 4-氨基苯基乙酰胺 的生产技术	采用一锅法反应与结晶，使用原料简单，避开加氢危险工艺，反应时间短，无副产物，易于得到纯度较高 4-氨基苯基乙酰胺产品，不使用有机溶剂，降低了工业生产的危险性，经济环保。	4-氨基苯基乙酰胺收率能够达到 89%以上	产品纯度达到 98%以上	获得 1 项发明专利，相比同类，该工艺可以缩短 4-氨基苯基乙酰胺的制备时间，减少副产物，提高 4-氨基苯基乙酰胺的纯度。
新型凉味剂中间体 1,2-环氧-3-L 薄荷 氧基丙烷生产技术	通过一锅法操作合成 1，2-环氧-3-L-薄荷氧基丙烷，反应时间短，无副产物，降低了能耗，采用线性沸差混合溶剂外循环技术代替惰性气体，加入去离子水提高溶剂回收率，获得的中间体纯度 99%以上，一次收率能够达到 98.5%以上，工艺过程环保、安全。	1，2-环氧-3-L-薄荷氧基丙烷，一次收率能够达到 98.5%以上	产品纯度达到 99%	获得 1 项发明专利，相比同类，该工艺可以反应时间短，无副产物，提高原料利用率和产品纯度。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司的研发主要为新产品工艺研发与工艺优化试验，涉及到香料、香精、植物提取、医药中间体、食品配料、食品添加剂等多个领域。

表7：截至 2024 年 8 月 7 日，公司主要在研项目有 5 个

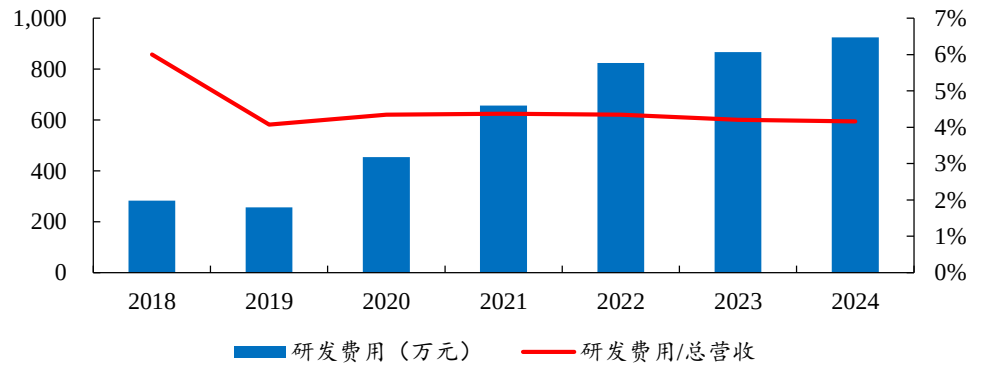
序号	在研项目名称	预算投入 (万元)	拟达到的目标	所处阶段	研发人员数量 (人)
1	凉味剂 ws-23 结晶余料 组分耦合提取工艺的 探索	180	探索新的检测方法对副产物中包裹的凉味剂产品的分析;研究新的分离设备对低含量产品进行分离;探索出新的分离工艺对低含量凉味剂产品的提纯。	小试	8
2	探究去除影响檀香 803 香气的杂质技术	100	研究去除某些组份对香气的影响;探究提高某些组份,采用主动干预提高组份,提高香气;探究粗品提纯过程中脱出副产物的各生产工艺段香气变化。	小试	7
3	资源化回收副产物中 有机相再利用探究	280	研究回收有机物中 ws-23 再提纯工艺控制参数,使其能够顺利进行反应,探索出稳定、可靠的回收废水中少量 ws-23 工艺。	小试	7
4	探究凉味剂 ws-27 高收 率新工艺	320	研究各物料的投料最优比例,提高各物料的利用率及连续化生产问题;研究反应和提纯工艺控制参数,使其能够顺利进行反应,探索出稳定、可靠的合成工艺。	小试	7
5	红橘精油研究与应用	61	受气候、产地、采收季节及制备方法等的影响,使柑橘属精油产品品质不一致。去除红橘精油中的酸杂味,使其呈现独特的新鲜及芳香扑鼻的鲜甜香气,创造出具有市场竞争力的产品。	小试	5

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2023 年 3 月至 2024 年 2 月，公司与四川大学合作研发“资源化回收副产物中无机盐工艺研究及产业化”项目，科研成果和知识产权归中草药香料所有。

费用投入上，公司自 2019 年的研发费用逐年提升，2024 年研发费用为 924.89 万元，同比增长 6.74%，在营收中占比 4.16%。

图26：2024 年研发费用为 924.89 万元，在营收中占比 4.16%



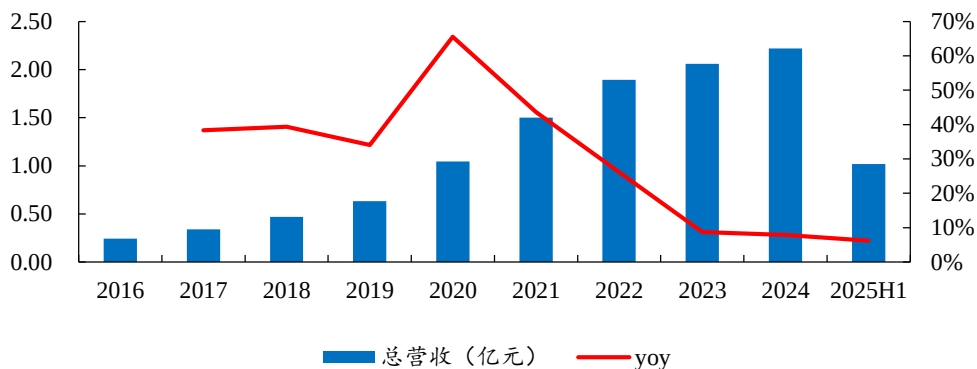
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.5、财务分析：2019-2024 年营收 CAGR 29%，中草药新材料为经营初期

运营能力：自 2016 年以来，中草药香料营收维持逐年增长态势，2023 年营收 2.06 亿元，同比增长 8.72%；2024 年营收 2.22 亿元，同比增长 7.89%。

2019 年以来，公司积极开拓市场和客户，公司凉味剂等产品市场认可度提升，下游食品、日化等领域对凉味剂等产品需求旺盛，营收增长较快，2019-2024 年复合增长率为 28.62%。

图27：中草香料 2024 年营收 2.22 亿元

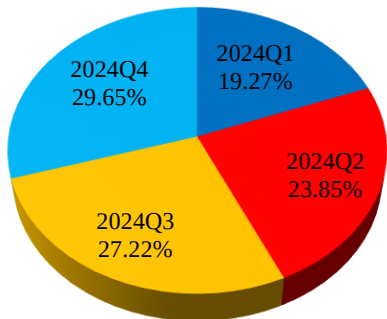


数据来源：Wind、开源证券研究所

时间分布上，2024 年公司一季度营收占比 19%，第三、四季度营收占比在 27% 以上。

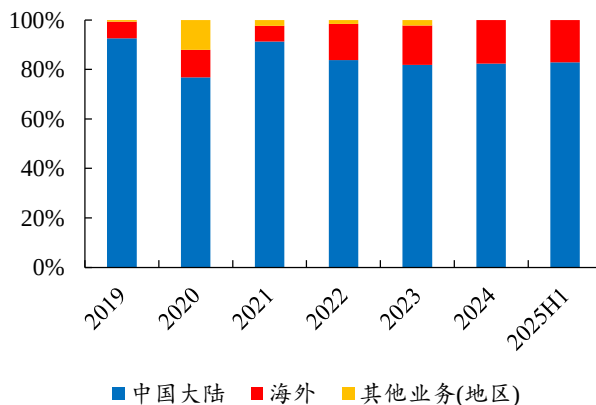
地域分布上，公司以境内市场销售为主，境外销售为辅，2021 年以来公司境内销售收入占主营业务收入的比例缓步下降，境外销售占比呈现上升趋势，公司积极开拓海外客户，目前已与国际知名香精香料公司建立合作关系，如德之馨、奇华顿等。

图28：公司 2024Q4 营收占比相对较高，接近 30%



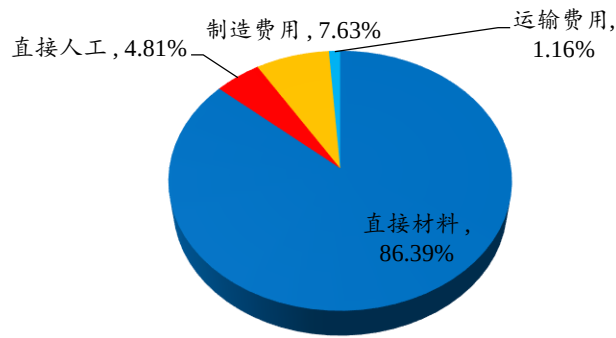
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：2021 年以来境内销售占比缓步下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

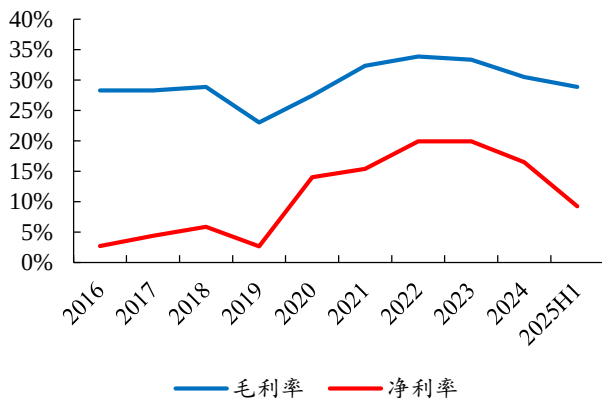
成本细分中，直接材料占比最高，2023 年的主营业务成本中 86.39% 为直接材料成本，其次为制造费用占比 7.63%，直接人工成本占比 4.81%。

图30：2023 年主营业务成本中 86.39%为直接材料成本


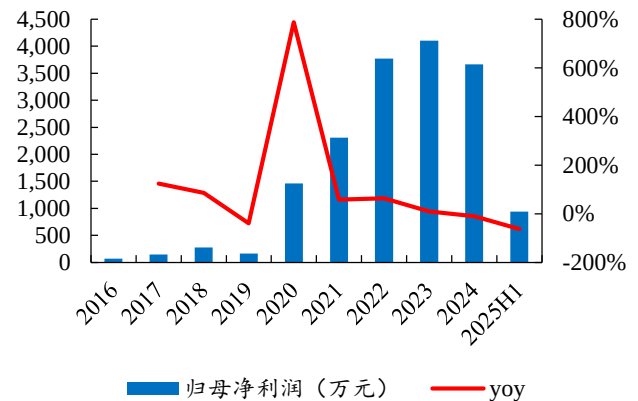
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

盈利能力：公司毛利率自 2019 年至 2022 年呈上升趋势，随后有所回落。2024 年毛利率和净利率分别为 30.50%、16.49%。2024 年毛利率略有下降，主要是因为部分产品价格下调影响；随着募投项目中部分产品原料自供，成本有所降低，毛利率或可能逐渐有所回升。

公司 2024 年实现归母净利润 3,662.61 万元，同比下滑 10.75%；2025H1，公司实现归母净利润 937.82 万元，同比下滑 63.48%，主要源于：受宏观经济、市场环境等因素的影响，毛利率下降 5.21 个百分点；子公司中草新材料处于企业经营初期阶段运营成本较高，2025H1 中草新材料净利润为亏损 408.12 万元。

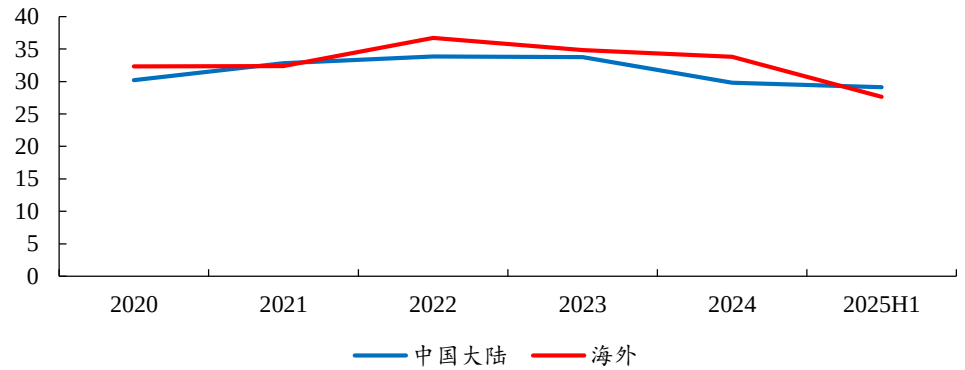
图31：2022 年以来毛利率和净利率有小幅下滑


数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：2025H1 归母净利润 937.82 万元


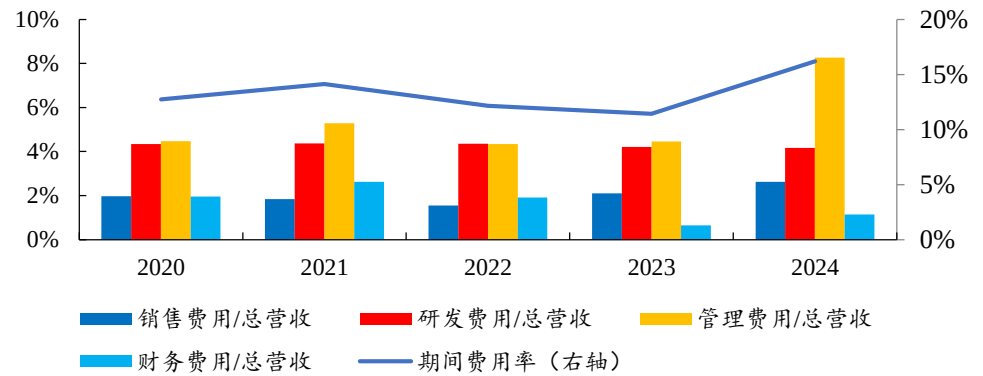
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司境外地区毛利率整体高于境内地区毛利率，主要由于产品结构不同所致。境外销售主要为凉味剂系列产品，该类产品毛利率相对较高。2025H1 境内外毛利率差异较小，境内毛利率略高于海外。

图33：2025H1 境内外毛利率差异较小（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

期间费用方面，2020-2023 年，公司销售费用率、管理费用率波动幅度较小，期间费用率自 2021 年的 14.12% 收缩至 2023 年的 11.41%。2024 年，整体期间费用提升至 3,595.91 万元，占营收的比例提升至 16.19%，主要源于管理费用的增加。

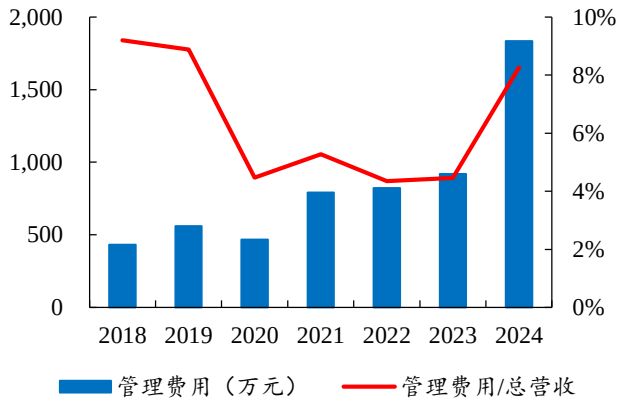
图34：公司 2020 年到 2023 年期间费用率在 11%-15% 之间，2024 年有所提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

销售费用上，2024 年公司销售费用 581.83 万元，同比增长 34.54%，占营收比例有所提升，达到 2.62%。

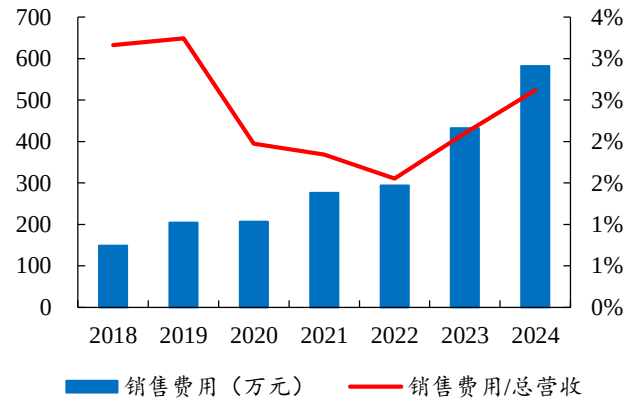
公司管理费用率 2020-2023 年较为平稳，2024 年中草新材料建设与试生产期间人工、折旧费用支出影响下，管理费用提升至 1835.64 万元，同比增长 99.73%，占营收比例达到 8.26%。

图35：2024 年公司管理费用率为 8.26%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：2024 年公司销售费用率为 2.62%



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.6、募投项目：丰富凉味剂产品种类，拓展凉味剂原材料突破原料瓶颈

中草香料 2024 年 9 月 13 日在北交所上市，募投项目为“年产 2600 吨凉味剂及香原料项目（一期）”项目。

表8：中草香料募投项目为“年产 2600 吨凉味剂及香原料项目（一期）”

项目名称	投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)
年产 2600 吨凉味剂及香原料项目（一期）	25,705.66	14,950.00
合计	25,705.66	14,950.00

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

项目建设期拟定为 18 个月，新增年产能腈类 1170 吨、酰胺类 900 吨、醛类 20 吨、酯类 550 吨。

表9：新增年产能腈类 1,170.00 吨、酰胺类 900 吨、醛类 20 吨、酯类 550 吨

产品方案	数量 (t/a)	备注
腈类	2,2-二异丙基丙腈、2,2-二异丙基丁腈	1,170.00
酰胺类 (凉味剂)	N-乙基-2-异丙基-5-甲基-环己烷甲酰胺 (ws-3)、N,2,3-三甲基-2-异丙基丁酰胺 (ws-23) 等	900.00
醛类	2,4-癸二烯醛、5-甲基-2-苯基-2-己烯醛	20.00
酯类	白脱酯、乙酸薄荷酯、丁酰乳酸丁酯等	550.00
合计	2010.00	腈类 (2,2-二异丙基丙腈、2,2-二异丙基丁腈) 为生产凉味剂产品的原材料，其中 630T 自用，故实际一期项目实际产量为 2,010 吨。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司主要产品凉味剂系列产品近几年发展迅速，销量和市场占有率不断上升，且市场供不应求。本项目中生产的腈类产品 (2,2-二异丙基丙腈、2,2-二异丙基丁腈) 为公司凉味剂产品的主要原材料，有利于公司突破原料瓶颈。

以 WS-23、WS-27、WS-3、WS-12 等为代表的凉味剂系列产品因其具有更清新、持久的凉感，在食品、医药、日化、烟草等行业得到了广泛的使用且需求量增长强劲，国际与国内市场接受度在逐年提升，市场空间大，具有较好的发展前景。此外，《电子烟》《已使用化妆品原料目录（2021 版）》《食品添加剂使用标准》等将公司多款产品列入其中，市场空间较为广阔。本项目使得公司凉味剂相关产品种类将更加丰富，同时扩大产能，形成新的盈利增长点，提升盈利能力。

公司一期项目于 2024 年 10 月进入试生产阶段，逐步释放产能中，其中腈类产品目前已取得较好的产能爬坡成果。

项目二期主要为醛类、酯类等香料产品，多用于日化行业，增加公司日化产品的配套能力。预计项目二期投产后将带来醇类产品（190t/a）、酯类产品（50t/a）、酮类产品（100t/a）、醛类产品（100t/a）、盐类产品（150t/a）的产能提升。截至 2025 年 6 月 30 日，项目二期已经完成设备安装与调试。

2、行业现况：凉味剂国内需求 2019-2022 年均增速超 40%

2.1、概念解析：食品饮料、日用品、烟草、医药等下游应用广泛

香料是一种能被嗅感嗅出气味或味感尝出香味的物质；香精则是由多种香料、溶剂或载体及其辅料调配而成的芳香类混合物。香精香料下游应用领域广泛，是食品、饮料、医药、化妆品、烟草、饲料、洗涤护理等领域不可或缺的原料。

按照香料来源及制备工艺的不同，香料可分为天然香料、合成香料等。以动植物加工来的多为天然香料，天然香料原料来源有限且价格较高昂，但更接近于天然香味，石化原料加工出来的多为人工合成香料，如月桂烯、橙花醇等，其原料来源广泛，生产成本低。

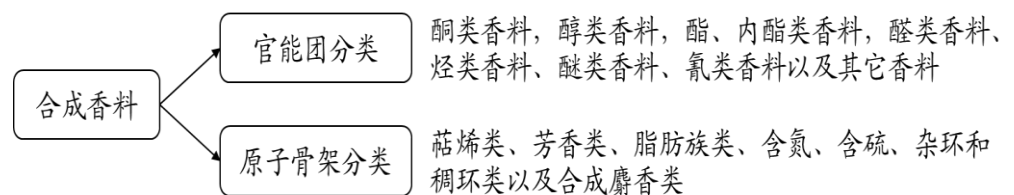
表10：按照香料来源及制备工艺的不同，香料可分为天然香料、合成香料

分类	解析	例子	特点
天然香料	以动植物的含香部位或分泌物等为原材料，经简单加工而制成的原态香料	香木片、香木块	原料来源有限、价格较高昂
	利用蒸馏、浸提、压榨等物理方法从天然原料中分离或提取的芳香物质	物精油、浸膏	
合成香料	石化原料加工而来	月桂烯、橙花醇	原料来源广泛，生产成本低

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

合成香料分类方法主要有两种：一种是按官能团分类，另一种是按碳原子骨架分类。

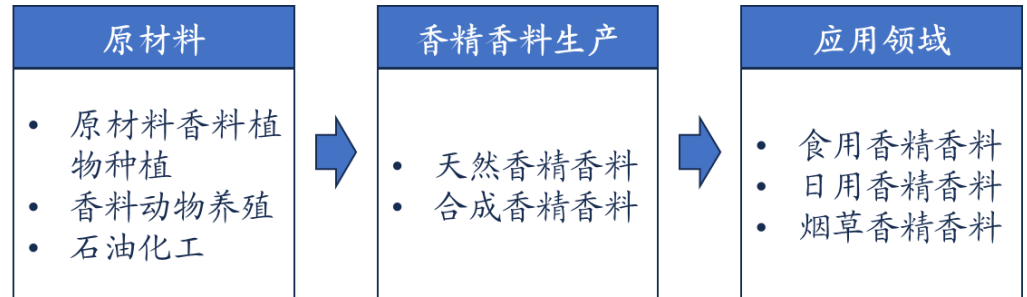
图37：合成香料分类方法主要有两种



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

香精香料的原材料主要包括薄荷、柠檬、玫瑰、薰衣草等香料植物，和麝香、龙涎香等动物香料，以及化工原材料。行业中游为香精香料生产企业；下游应用领域主要为食品饮料、日用品以及烟草行业。

图38：香精香料生产位于产业链中游



资料来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

18 世纪起，由于有机化学的发展，开始对天然香料的成分分析与产品结构的探索逐渐用化学合成法来仿制天然香料。19 世纪，合成香料在单离香料之后陆续问世。这样就在动植物香料外，增加了以煤焦油等为起始香料的合成香料品种，进入了一个合成香料的新时期，这大大增加了调查用香料的来源，且大大降低了香料价格，促进了香料发展。

目前，世界上香料品种约有 7,000 多种，其中合成香料约 6,000 多种，天然香料约 500 种，而以各类香料调配的香精种类则多达上万种。

2.2、香料香精：市场集中度较高，2023 年我国市场规模 439 亿元

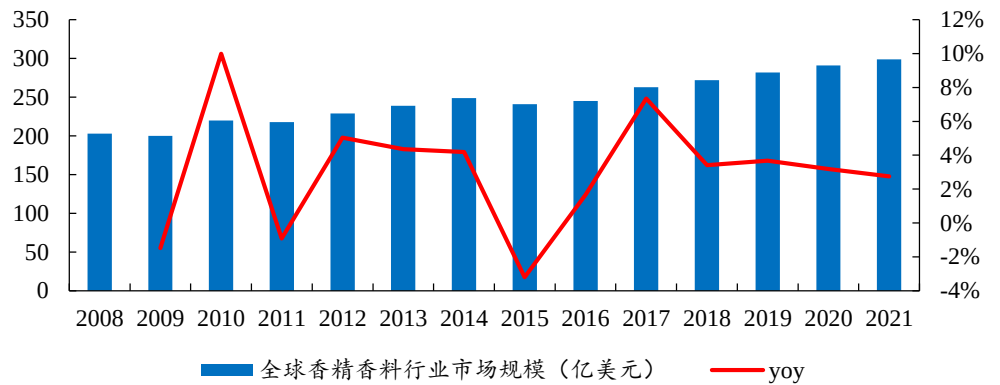
随着全球经济的发展，人民生活水平的提高及对物质生活要求的提高，香料香精的市场需求不断增加，香精香料市场规模呈持续增长趋势。

2021 年 12 月，中国香料香精化妆品工业协会发布《香料香精行业“十四五”发展规划》，规划提出到 2025 年，我国香精产量达到 40 万吨，我国香料香精行业主营业务收入达到 500 亿元，年均增长 2% 以上的总体经济目标。同时，提出以下主要任务：以市场需求为导向，抓住产品趋势；以企业为主体，构建规模化天然香料的生产基地；拓宽应用范围，加强新用途和安全性的研究；传统大宗合成香料产品绿色工艺改造，开发新的香料品种；推进数字化、智能化工厂建设，打造香料香精行业制造优势等。

根据 Leffingwell&Associates 的统计数据，自 2008 年至 2021 年国际香精香料市场规模持续稳中有升，由 2008 年的 203 亿美元增长至 2021 年的 299 亿美元，年复合增长达 3.02%。

根据中国香料香精化妆品工业协会数据，2023 年全球香料香精市场规模约为 306 亿美元(约合人民币 2156.30 亿元)，同比增长 2.3%，预计 2025 年将增至 321 亿美元。2023 年，中国市场香料香精市场规模为 439 亿元人民币，约占全球 20.36%。

图39：自 2008 年至 2021 年国际香精香料市场规模稳中有升



数据来源：公司招股说明书、Leffingwell&Associates、共研网、开源证券研究所

当前，欧洲、美国、日本已成为世界上最先进的香料香精工业中心，全球重要的香料香精生产企业主要来自这些国家和地区，**香料香精行业的国际大公司以香精为核心产品带动香料行业的发展**，凭借着雄厚的资金实力、人才储备等，并通过对关键香精的品种以及核心技术的控制保持其领先地位。

表11：欧洲、美国、日本已成为世界上最先进的香料香精工业中心

国家	代表企业
瑞士	芬美意、奇华顿
美国	IFF、森馨
德国	德之馨
法国	曼氏、罗伯特
日本	高砂、长谷川

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

根据公司招股说明书披露，2013-2019 年，国际前十大香料香精企业占据着全球香料香精市场份额的 75%左右，呈现较高的市场集中度。在全球香精香料市场中，奇华顿、德之馨、国际香精香料、芬美意四家行业龙头位列前，2022 年全球市场份额占比总计达到 63%。

图40：2022 年全球香料香精市场集中度较高

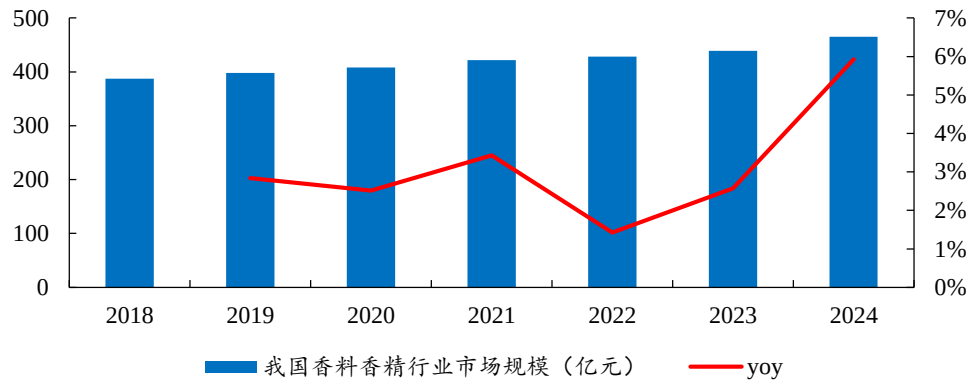


资料来源：前瞻产业研究院、Statista

近年来，随着我国经济水平的持续增长，食品、医药、饮料、日化等行业的规

模不断扩张，带动我国香精香料行业的持续稳定的增长，根据中国香料香精化妆品工业协会公布的数据，2024 中国香料香精产量 63.3 万吨，香料 24.5 万吨，香精 38.8 万吨，平均 16 万吨/季，预计 2025 年第一季为 16.5 万-17 万吨区间。2024 中国香料香精市场规模 465 亿元，平均 116.25 亿元/季，预计 2025 年第一季为 118.5 亿-123.8 亿元区间

图41：2024 中国香料香精市场规模 465 亿元



数据来源：中国香料香精化妆品工业协会、开源证券研究所

目前，我国香料香精工业处于产业结构转型升级、转变发展方式，由追求速度增长转为高质量增长的关键时期。十三五期间，我国香料香精行业市场规模占全球市场约五分之一，其中国际贸易超过 40 亿美元，我国已成为全球主要的香料供应国之一，也是全球香料香精行业最重要的市场之一。中国市场相对分散，中小企业众多，国内企业在高端市场面临国际巨头竞争，在低端市场则需应对新兴国家企业挑战。

根据公司一轮问询的回复，目前，我国部分香料香精企业在特定品种类别上已形成较明显的优势。格林生物的甲基柏木酮产品在全球市场上占据了领先优势，是国内突厥酮系列产品的重要开拓者、合成檀香的主要供应商；青松股份公开资料显示其为我国最大的松节油深加工企业，也是全球最大的合成樟脑及系列产品的供应商；金禾实业公开资料显示其麦芽酚、安赛蜜、三氯蔗糖等产能和市场占有率在全球范围内均处于领先地位；新化股份公开资料显示其为全球范围内排名前列的脂肪胺产品生产企业之一。

2.3、凉味剂：WS 有望取代薄荷醇，2022 年国内凉味剂需求量 1,346 吨

凉味剂是所有能产生清凉效果且药性不强的化学物质的总称，能赋予人清凉、新鲜等感受，起到提神、醒脑的作用。

薄荷醇（也叫薄荷脑）是使用范围最广的传统凉味剂，广泛应用于食品、医药、日化、烟草等行业。全世界目前的薄荷醇消耗量每年约 4 万吨，2021 年我国薄荷醇进口量达 2.15 万吨。

WS 系列凉味剂属于薄荷醇的升级替代产品，具有薄荷醇的清凉味，但是没有或者微弱的薄荷醇刺激感，具有较好的清凉感体验，且不易挥发、耐高温，在皮肤、口腔中凉感持续时间长、爆发力强，并且没有苦味，理化特性优于薄荷醇。

表12: WS 系列凉味剂属于薄荷醇的升级替代产品

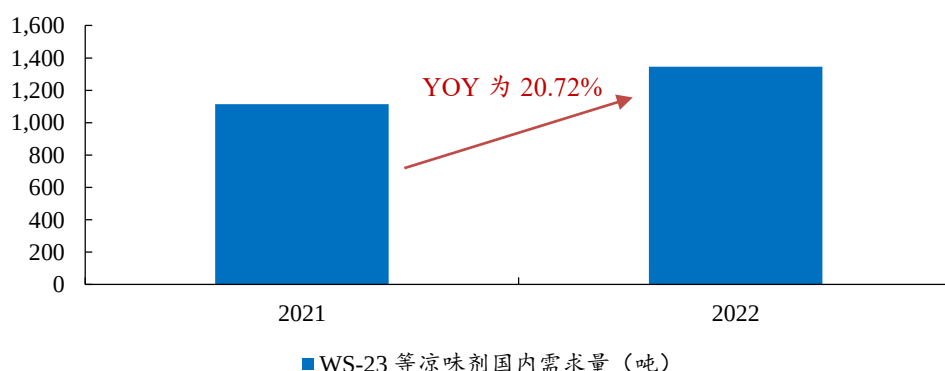
产品	产品特性	主要部位	制备方法	主要方法
WS-3	1、长效凉味剂,本身具有较强的凉味以及缓释和延长凉味的作用,清凉效果显著持久,可持续 15-30 分钟; 2、持续高温 200℃不会影响产品的清凉强度,便于工艺生产中烘烤等高温处理; 3、用量低; 4、水溶性好,溶解度达到 0.7%; 5、产品无异味,清怡、持久、新鲜,无辛辣、刺激感,与其他香精混合使用不会影响其香气而达到制凉效果。	口腔和口腔前部	主要原材料为薄荷脑,通过化学方法获得	主要用于口腔护理产品、口香糖、唇膏等
WS-23	1、长效凉味剂,本身具有极强的凉味以及缓释和延长凉味的作用,清凉效果显著持久,可持续 10-20 分钟,凉感效果是薄荷醇的 1.5 倍; 2、用量低; 3、纯粹的冲击性很强的新鲜持久的凉味,轻微的薄荷气息,与任何凉味料都能很好地配合。	口腔顶部,口腔后部、舌头后部和喉咙	主要原材料为 DIPPN,通过化学方法获得	广泛应用于食品、饮料、化妆品、烟制品、医药等

资料来源:公司二轮问询的回复、开源证券研究所

近年来,WS-23 等凉味剂需求量的持续增长主要得益于下游客户的强劲需求。根据公司招股说明书,2019 年 WS-23 产品全球需求量约为 350 吨。2021 年国内 WS-23 等凉味剂国内需求量约为 1,115 吨,2022 年国内 WS-23 等凉味剂国内需求量约为 1,346 吨,2019-2022 年间,以年均超 40%的增速在增长。

上海市食品添加剂和配料行业协会的数据显示,WS 系列凉味剂产品有望在不久的将来可部分取代薄荷醇市场,市场空间较为广阔。

图42: WS 系列凉味剂产品市场空间较为广阔



数据来源:公司招股说明书、开源证券研究所

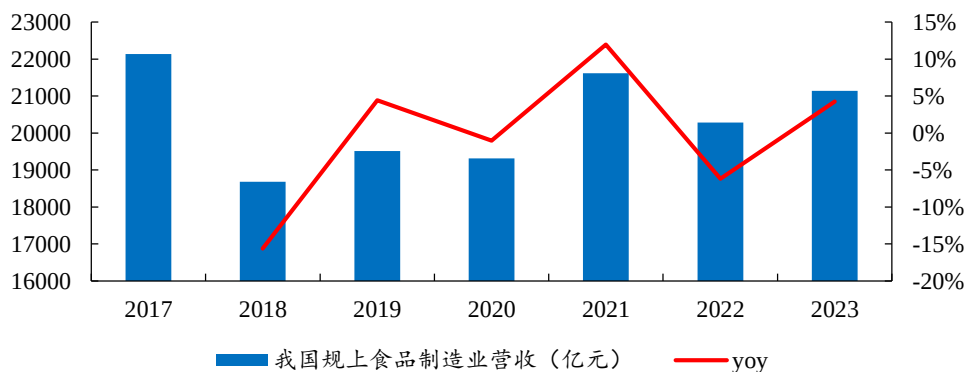
2.4、下游:2023 年我国食品制造业、烟草行业规上企业营收增速接近 5%

食品饮料行业是香料香精行业最大的下游市场之一,食品和饮料发展趋势是决定香料香精行业整体需求的关键因素之一。香料香精在食品配料中所占比例不大,

但对食品的风味起着举足轻重的作用，起到增香、赋香、矫香等作用。

随着我国居民的可支配收入提高、居民消费结构升级以及城镇化建设步伐加快，自 2018 年以来，我国食品饮料行业呈增长趋势。根据统计数据，我国食品制造业规模以上企业 2023 年营业收入为 21142.5 亿元，同比增长 4.24%。

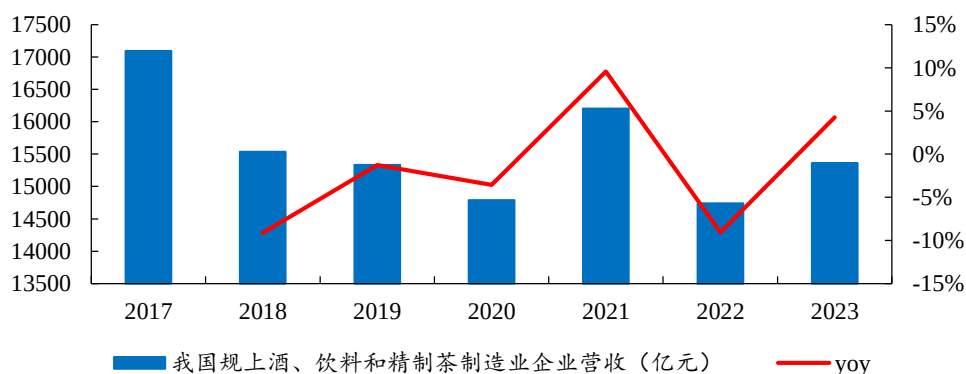
图43：我国食品制造业规上企业 2023 年营业收入为 21142.5 亿元，同比增长 4.24%



数据来源：中国统计年鉴、开源证券研究所

根据中国统计年鉴数据，我国酒、饮料和精制茶制造业规模以上企业 2023 年营业收入为 15365.4 亿元，同比增长 4.25%。

图44：我国酒、饮料和精制茶制造业规上企业 2023 年营业收入为 15365.4 亿元



数据来源：中国统计年鉴、开源证券研究所

香料香精在日化行业应用主要是用于香水、化妆品、洗涤护理等日化用品的赋香、矫香。

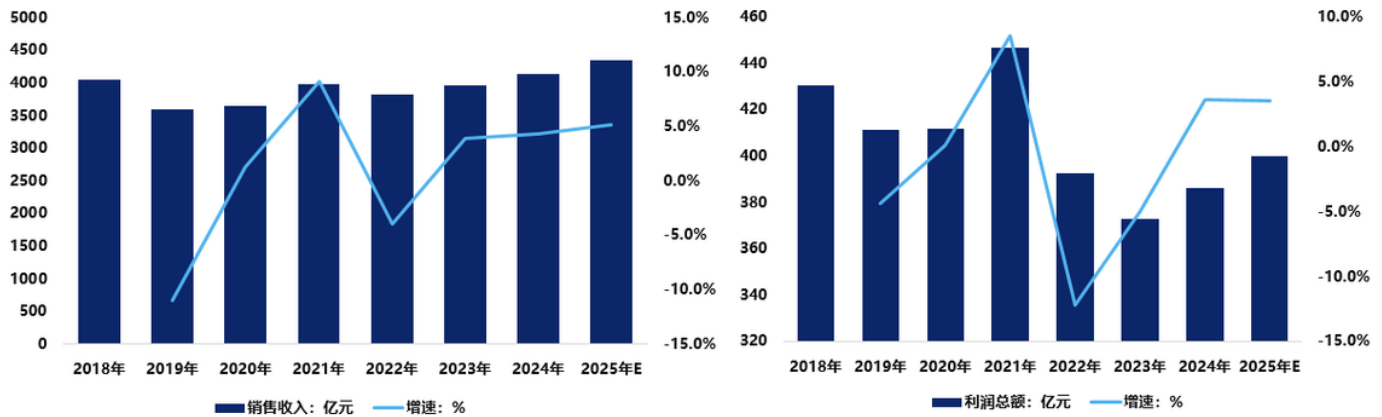
2020 年我国日化行业市场规模达 906.75 亿美元，较 2016 年 634.63 亿美元增长了 272.12 亿美元，年均复合增长达 9.33%。

根据智研咨询数据，2024 年，我国日化行业规模以上企业销售收入从 2018 年的 4041.4 亿元增长至 4138.4 亿元，利润总额从 2018 年的 430.4 亿元增长至 386.3 亿元；预计 2025 年我国日化行业规模以上企业销售收入将达 4350 亿元，利润总额将达 400 亿元。

国家统计局数据显示，2023 年中国大日化行业的规模已高达 7372 亿元，整个行业 2021-2023 年的复合增长率达到 4.11%。

图45：2024 年，我国日化行业规模以上企业销售收入从 2018 年的 4041.4 亿元增长至 4138.4 亿元

2018-2025年中国日化行业销售收入及利润总额

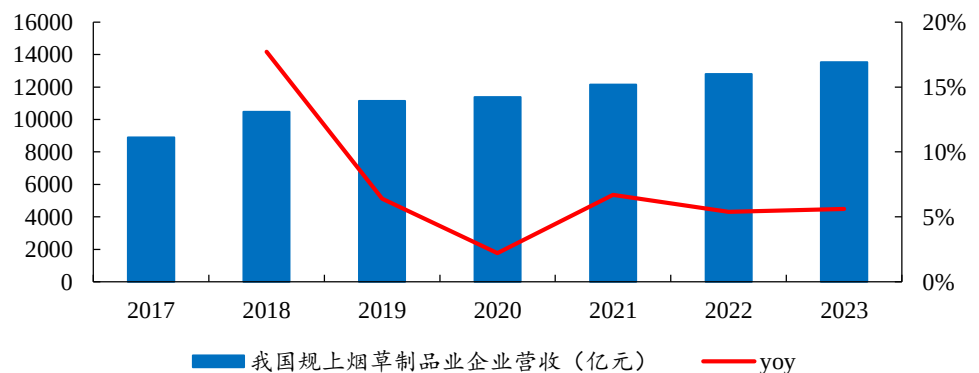


资料来源：前瞻产业研究院

烟用香精主要用于调节烟草的香气和口味，以及掩盖或修饰烟草原料的香味缺陷。随着国民经济的不断增长以及国内烟草行业的发展，烟用香精通过增加新品种、新配方等方式，满足烟草市场的不同需求，不断为香料香精行业带来新的消费去向。我国目前是世界上最大的烟草生产和消费国。

2023 年我国烟草行业规模以上企业营业收入为 13519.3 亿元，同比增长 5.61%。

图46：2023 年我国烟草行业规模以上企业营业收入为 13519.3 亿元



数据来源：中国统计年鉴、开源证券研究所

2.5、竞争格局：中草药料 2019-2022 年营收与归母净利润增速位列第一

根据上海市食品添加剂和配料行业协会开具的证明，中草药料生产 WS-23 等产品生产工艺获得国家专利，生产技术达到国际先进水平，在国内销售市场处于领先地位，2021 年及 2022 年度国内市场占有率均约 30%，中草药料已成为该类主要产品生产企业之一。

根据中草药料以 WS-23、WS-3 等凉味剂系列为核心的产品结构，凉味剂 WS 系列产品的国内供应商主要有中草药料、亚香股份和爱普股份。

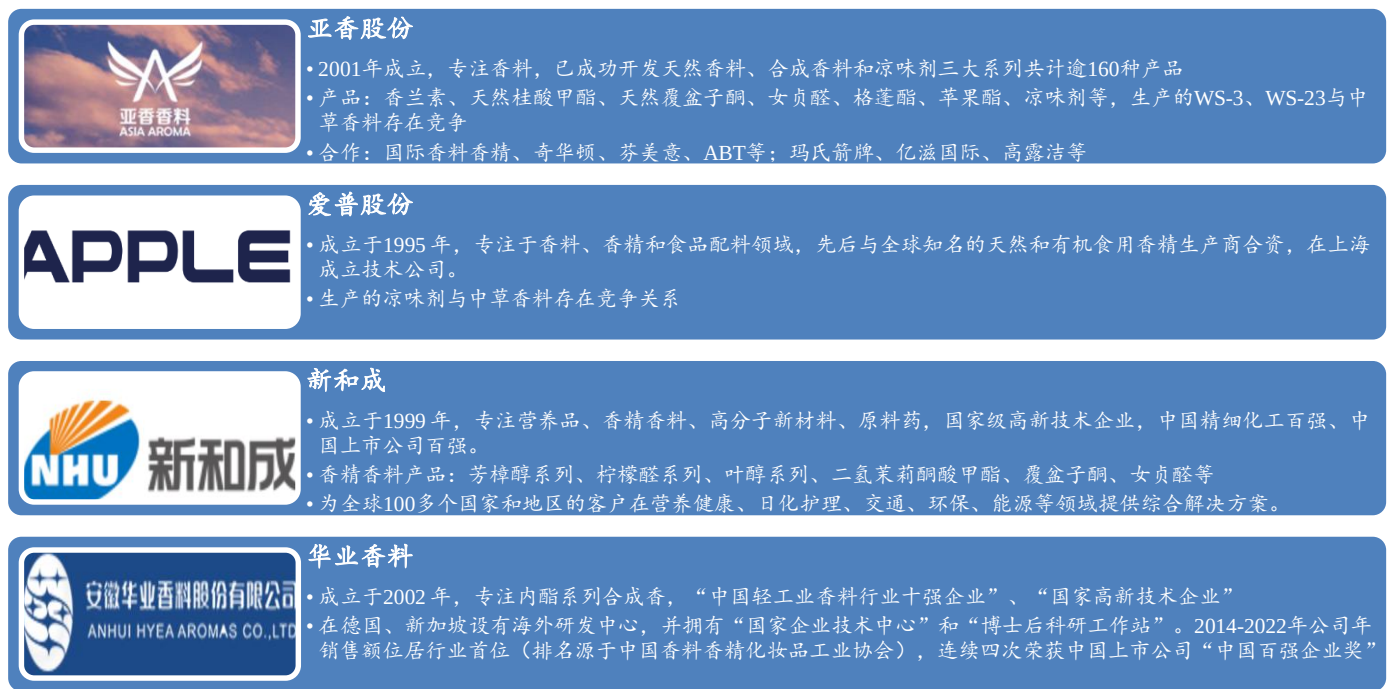
表13： 中草药香料 2023 年凉味剂 WS 系列产品销量 505 吨

WS 系列	2021 年		2022 年		2023 年	
	产量 (吨)	销量 (吨)	产量 (吨)	销量 (吨)	产量 (吨)	销量 (吨)
亚香股份	462.66	503.63				
中草药香料	400.08	334.61	384.14	403.74	513.35	505.17

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

因此，选取亚香股份、爱普股份、新和成、华业香料作为中草药香料的同行业的可比公司。

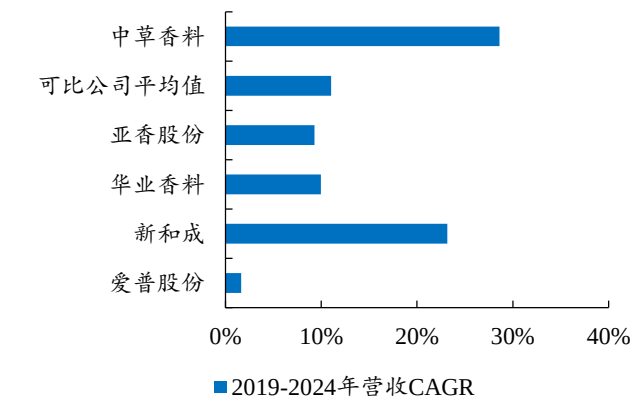
图47：选取亚香股份、爱普股份、新和成、华业香料作为中草药香料可比公司



资料来源：公司招股说明书、各个公司官网、开源证券研究所

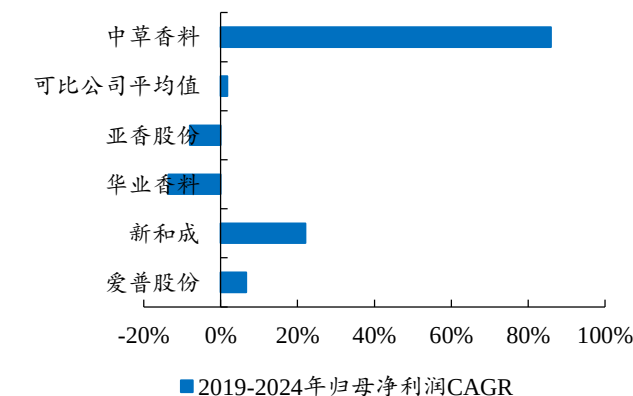
从成长性上来看，中草药香料在 2018-2024 年的营收与归母净利润增长速度在可比公司中位列第一，分别为 28.62%、85.92%。

图48： 中草药香料 2019-2024 年营收 CAGR 28.62%



数据来源：Wind、开源证券研究所

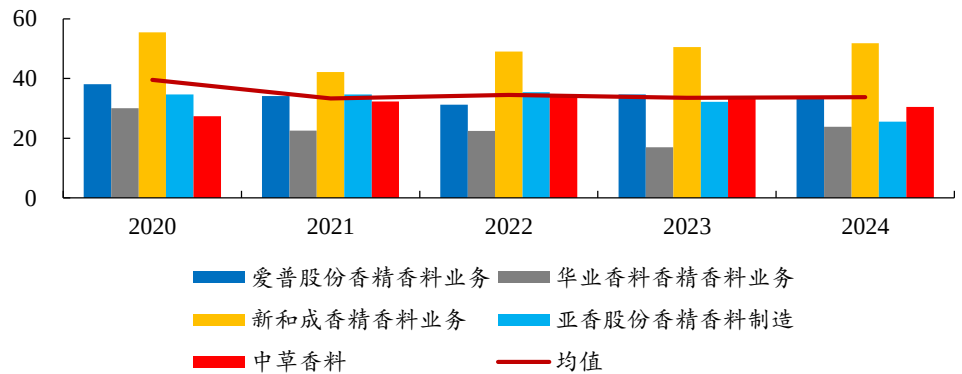
图49： 中草药香料 2019-2024 年归母净利润 CAGR 85.92%



数据来源：Wind、开源证券研究所

选取可比公司相关业务毛利率对比，中草药香料毛利率 2020 年低于同行业可比公司毛利率平均数，2021 年起毛利率有所升高，主要源于公司凉味剂等产品的毛利率有所提升；随着中草药香料业务规模增长、盈利能力增强，主要产品的市场占有率开始提升供方议价能力增强，公司毛利率稳步增长。

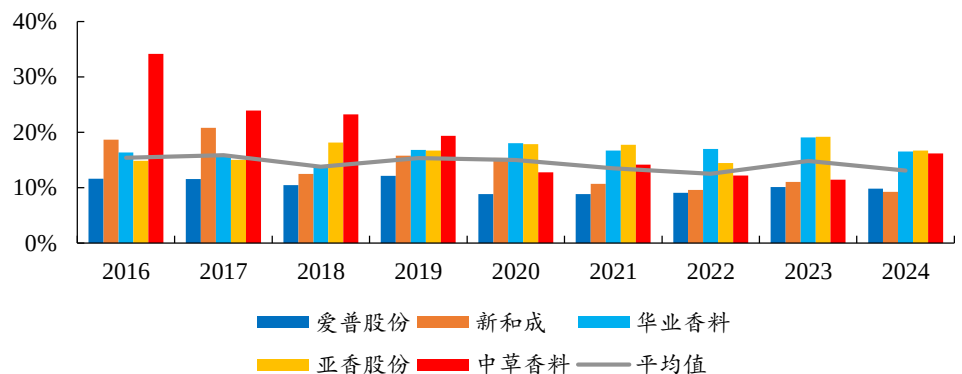
图50：2022 年以后中草药香料毛利率基本追平可比公司均值（%）



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

期间费用率：中草药香料期间费用率在 2016-2020 年逐渐下降，随后在可比公司平均值上下波动。

图51：中草药香料期间费用率自 2020 年起接近于可比公司均值

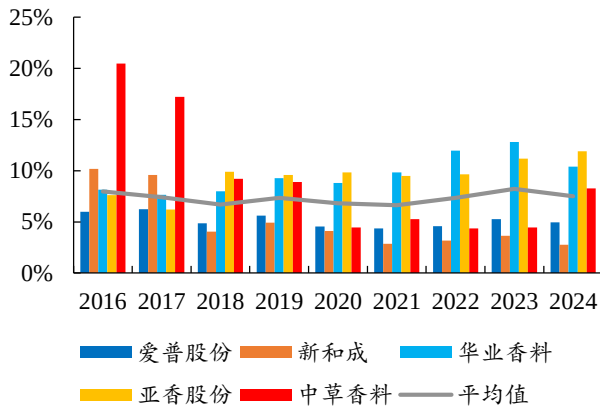


数据来源：Wind、开源证券研究所

2020-2023 年，中草药香料管理费用率低于同行业可比公司平均水平，2021 年中草药香料管理费用率高于其他年度，主要由于当年存在股份支付费用约 200 万元，使得 2021 年管理费用率偏高。2024 年度，由于中草药新材料建设与试生产等费用，中草药香料管理费用率提升较多，高于可比公司均值。

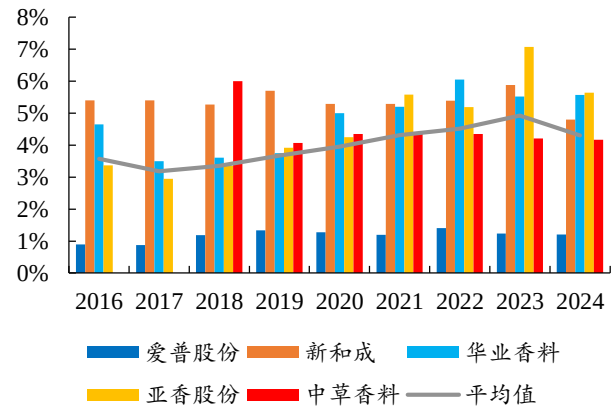
2020-2024 年，中草药香料研发费用金额呈增长趋势，研发费用率与可比公司平均水平相差较小，中草药香料产销规模不断扩大，基于快速发展的业务需求，公司不断加大研发投入，优化工艺流程、提升产品品质，持续满足市场需求。

图52：2020-2023 年公司管理费用率低于可比公司均值



数据来源：Wind、开源证券研究所

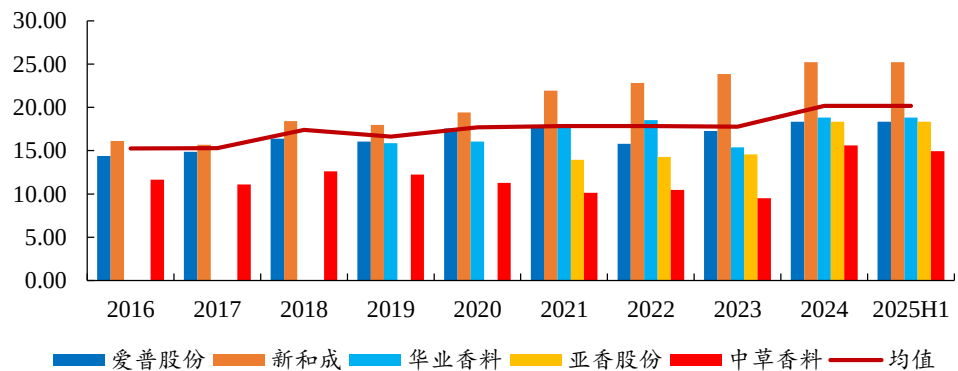
图53：2019 年后中草香料研发费用率接近可比公司均值



数据来源：Wind、开源证券研究所

与同行业上市公司相比，中草香料规模相对较小，研发人员数量相对较少，占比也略低于可比公司均值。

图54：中草香料技术人员数量及占总人数比例略低于可比公司

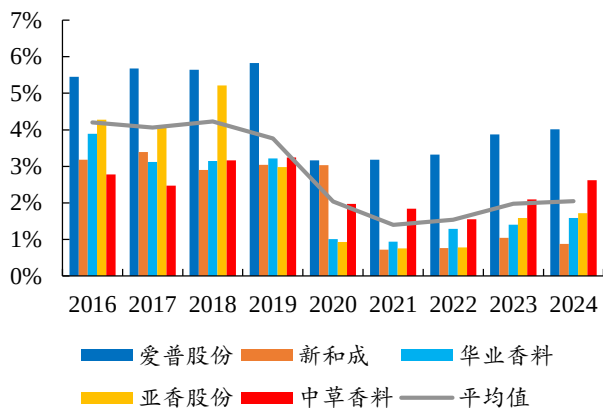


数据来源：Wind、开源证券研究所

2020-2024 年，中草香料销售费用率呈先下降后上升趋势，与同行业可比公司变动基本一致，2020 年至 2022 年中草香料营收规模逐年增加，而业务宣传费、差旅费和业务招待费等未明显增长，导致销售费用率逐年下降；2023 年，随着中草香料业务宣传费和差旅费等增加，销售费用率有所提升。

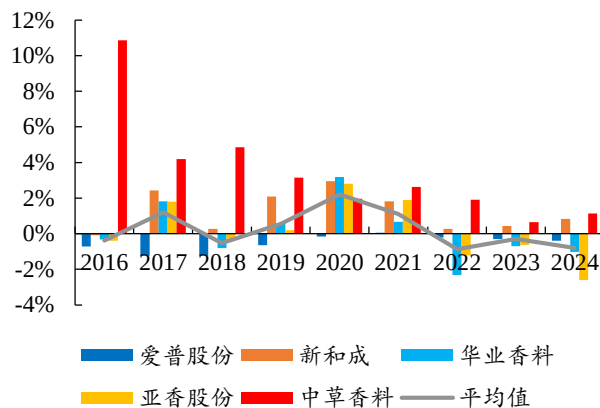
中草香料财务费用率有下降趋势，2021 年以来均保持在 3% 以下，略高于可比公司平均水平，主要由于公司处于快速发展期，为开展业务及扩建厂房，对外借款相对较多。

图55： 中草药料销售费用率与可比公司均值基本持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图56： 中草药料财务费用率略高于可比公司均值



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 估值对比：可比公司 PE TTM 均值 36X

中草药料有望通过上市募投项目产品向凉味剂产业链上游发展，丰富公司产品种类，提升盈利能力，提升市占率，整体上提高公司的核心竞争力，持续推动产品创新与技术创新，保持中草药料在行业内的市场竞争力，提高市场占有率和盈利能力。

我们预计公司 2025 年-2027 年的归母净利润为 38/47/62 百万元，EPS 为 0.49/0.61/0.80 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 48.3/38.6/29.4 倍。考虑到随着公司产品拓展，一期与二期逐步投产放量，公司业绩具备上涨空间，首次覆盖给予“增持”评级

表14： 可比公司 PE TTM 均值为 36X

公司名称	股票代码	收盘价（元/股）	市值（亿元）	PE TTM	EPS（元/股）			PE		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
亚香股份	301220.SZ	44.62	50.32	38.59	2.02	2.69	3.21	22.13	16.59	13.91
爱普股份	603020.SH	9.73	37.29	20.71	-	-	-	-	-	-
新和成	002001.SZ	24.65	757.60	10.42	2.18	2.44	2.63	11.32	10.09	9.38
华业香料	300886.SZ	29.66	22.19	75.61	-	-	-	-	-	-
均值			216.85	36.33	2.10	2.57	2.92	16.73	13.34	11.64
中值			43.80	29.65	2.10	2.57	2.92	16.73	13.34	11.64
中草药料	920016.BJ	23.53	18.11	89.13	0.49	0.61	0.80	48.3	38.6	29.4

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：收盘价、市值截至 2025 年 9 月 15 日，新和成盈利预测来自开源证券，亚香股份盈利预测来自 Wind 一致预测）

4、 风险提示

主要原材料价格波动的风险、存货减值风险、宏观经济环境波动风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	157	187	153	174	200
现金	61	53	58	66	79
应收票据及应收账款	28	44	0	0	0
其他应收款	1	0	1	0	1
预付账款	3	2	3	3	4
存货	53	57	62	75	86
其他流动资产	11	30	30	30	30
非流动资产	266	382	387	408	444
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	61	225	243	267	297
无形资产	32	31	36	42	48
其他非流动资产	173	126	108	100	98
资产总计	423	569	541	582	644
流动负债	90	152	100	104	111
短期借款	52	83	83	86	92
应付票据及应付账款	28	53	0	0	0
其他流动负债	10	16	17	18	20
非流动负债	109	50	41	34	29
长期借款	108	49	40	33	27
其他非流动负债	1	2	2	2	2
负债合计	199	203	142	138	140
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	60	77	77	77	77
资本公积	74	171	171	171	171
留存收益	87	114	150	195	253
归属母公司股东权益	224	367	399	445	504
负债和股东权益	423	569	541	582	644

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	58	31	42	52	68
净利润	41	37	38	47	62
折旧摊销	5	7	13	15	18
财务费用	1	3	5	3	1
投资损失	0	0	-0	-0	-0
营运资金变动	7	-21	-14	-14	-13
其他经营现金流	4	6	1	1	1
投资活动现金流	-154	-114	-19	-36	-54
资本支出	154	113	19	36	54
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	-1	-0	-0	-0
筹资活动现金流	69	73	-19	-11	-7
短期借款	-21	31	0	3	6
长期借款	108	-59	-9	-7	-6
普通股增加	0	17	0	0	0
资本公积增加	0	97	0	0	0
其他筹资现金流	-17	-14	-9	-6	-7
现金净增加额	-26	-9	5	5	7

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	206	222	238	276	330
营业成本	137	154	166	190	224
营业税金及附加	2	3	2	3	3
营业费用	4	6	5	6	7
管理费用	9	18	14	16	18
研发费用	9	9	9	11	13
财务费用	1	3	5	3	1
资产减值损失	-0	-1	0	0	0
其他收益	1	2	2	2	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-0	0	-0	-0	-0
营业利润	43	29	38	48	64
营业外收入	3	15	6	7	8
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	47	44	44	54	72
所得税	6	7	6	7	10
净利润	41	37	38	47	62
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	41	37	38	47	62
EBITDA	60	57	62	74	94
EPS(元)	0.53	0.48	0.49	0.61	0.80

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	8.7	7.9	7.3	15.9	19.7
营业利润(%)	7.5	-33.0	32.2	24.5	34.1
归属于母公司净利润(%)	8.8	-10.7	2.5	24.9	31.3
获利能力					
毛利率(%)	33.3	30.5	30.3	31.1	32.1
净利率(%)	19.9	16.5	15.7	17.0	18.6
ROE(%)	18.3	10.0	9.4	10.5	12.2
ROIC(%)	12.4	8.3	7.8	8.8	10.2
偿债能力					
资产负债率(%)	47.1	35.6	26.2	23.7	21.7
净负债比率(%)	46.8	24.3	19.0	14.4	10.4
流动比率	1.7	1.2	1.5	1.7	1.8
速动比率	1.0	0.7	0.6	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	7.7	6.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	7.1	3.8	6.3	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.48	0.49	0.61	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.75	0.40	0.55	0.68	0.88
每股净资产(最新摊薄)	2.91	4.77	5.18	5.77	6.55
估值比率					
P/E	44.1	49.5	48.3	38.6	29.4
P/B	8.1	4.9	4.5	4.1	3.6
EV/EBITDA	31.8	33.1	30.5	25.3	19.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

33 / 35

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn